

## Fevereiro de 2015

O Amazônia FIC FIA teve um desempenho de +4,4% em fevereiro. Acumulamos uma alta de +2,0% em 2015, comparado com o desempenho de +3,2% do Ibovespa.

Nas páginas seguintes, escrevemos um resumo de nosso novo investimento: Abril Educação. Este documento também está disponível em nosso site [www.amazoniacapital.com](http://www.amazoniacapital.com) no link reservado para nossas teses de investimento.

Abaixo estão nossa carteira atualizada e tabela de performance:

Empresas	Valor de Mercado (R\$ mi)	Expectativa Lucro		P/L	ROE	Dividend Yield**	Participação na Carteira
		2015 (R\$ mi)					
Itaú	200.000	22.000		9,1x	23%	3%	32%
Daycoval	1.950	400		4,9x	15%	10%	13%
Abril Educação	3.082	200		15,4x	40%	2%	10%
IBM	465.450	46.400		10,0x	72%	5%	10%
Guararapes	5.000	500		10,0x	20%	3%	9%
Helbor	1.027	200		5,1x	16%	10%	4%
Outros							2%
Hedge							5%
Caixa							15%
<b>Média - Carteira</b>				<b>7,1x</b>	<b>23%</b>	<b>4%</b>	
<b>Mediana - Bolsa Brasileira*</b>				<b>16,1x</b>	<b>12%</b>	<b>3%</b>	

\* universo de 180 companhias abertas com liquidez acima de 300 mil reais/dia

\*\* considerando recompra de ações

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2012	<b>Fundo*</b>									<b>5,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>
	<b>Ibovespa</b>									-4,1%	-3,6%	0,7%	6,1%	-1,2%	-1,2%
2013	<b>Fundo*</b>	<b>0,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>18,5%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	6,3%	2,0%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	-16,5%
2014	<b>Fundo</b>	<b>-4,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>12,9%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-7,5%	-1,1%	7,0%	3,6%	-1,9%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,0%	-8,5%	-3,0%	-19,0%
2015	<b>Fundo</b>	<b>-2,4%</b>	<b>4,4%</b>											<b>2,0%</b>	<b>15,1%</b>
	<b>Ibovespa</b>	-6,2%	10,0%											3,1%	-16,4%

\* Em maio de 2013, o fundo Terra Boa FICFIA foi cindido dando origem ao fundo Amazônia FICFIA. Os sócios da Amazônia participaram da gestão da estratégia durante todo o período, apesar de que mediante aos órgãos reguladores, são formalmente gestores do Amazônia FIC FIA apenas a partir de novembro de 2013, época em que o fundo foi transferido para Amazônia Capital.

Um grande abraço,

Diogo e Helio

São Paulo, fevereiro de 2015.

## História

Em 1999, o Grupo Abril passou a atuar no setor de editoração de livros e materiais didáticos adquirindo as editoras líderes neste segmento no Brasil: Ática e Scipione. No início de 2010, as editoras Ática e Scipione, o recém-lançado Sistema de Ensino SER e todos os outros ativos relacionados ao negócio de educação, foram cindidos do Grupo Abril e passaram a formar a Abril Educação.

Em 2010, a Companhia deu o seu primeiro passo importante no mercado de educação básica, adquirindo o sistema Anglo de ensino e o curso preparatório por pouco mais de R\$700 milhões. Foi a primeira grande marca comprada pelo grupo, que continuou focado em adquirir marcas fortes regionais, alavancando o crescimento nos segmentos de escolas de ensino básico e sistemas de ensino. Neste mesmo ano, a BR Investimentos aportou capital na companhia, dando mais “corpo” para a empresa e preparando-a para o IPO, que ocorreu em julho de 2011.

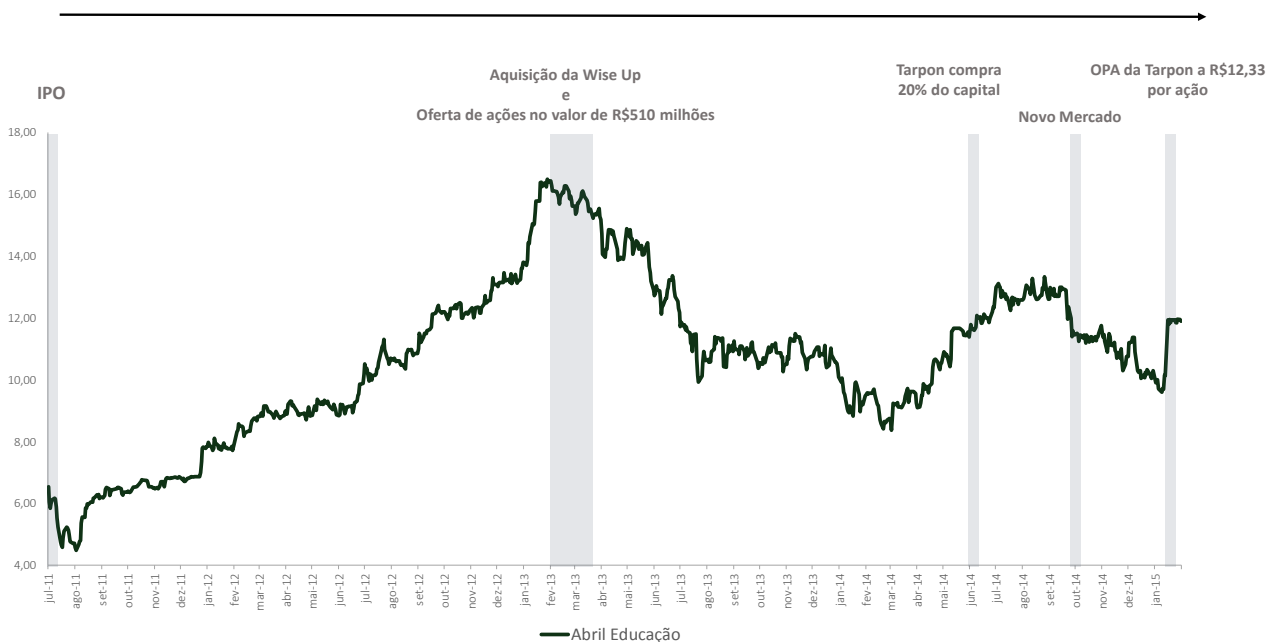
Desde a aquisição do Anglo, o grupo fez mais de uma dezena de aquisições, gastando aproximadamente R\$1,5 bilhão. A execução desta consolidação caminhou muito bem com a compra de colégios e sistemas de ensino rentáveis e com marcas fortes regionais, como os colégios pH, Sigma, Motivo, entre outras.

Entretanto, em um movimento agressivo, o CEO Manuel Amorim decidiu comprar a rede de franquias de escola de idiomas Wise Up por cerca de R\$900 milhões. Para tanto, a companhia realizou uma nova oferta de ações primária e secundária em meados de 2013, captando mais R\$500 milhões. A aquisição não foi bem sucedida sob o ponto de vista estratégico e financeiro (como detalharemos mais adiante) e as ações da empresa caíram consideravelmente desde então, colocando a credibilidade da empresa em cheque.

Neste contexto, a Tarpon Investimentos comprou metade das ações da família Civita, cerca de 20% do capital, e começou a promover mudanças na companhia. Essas mudanças passaram pela troca do CEO e de alguns conselheiros e executivos. Além disso, isolaram a gestão da Wise Up em uma estrutura separada na tentativa de aumentar o foco em resolver este negócio, que vinha piorando desde sua aquisição.

Em 9 fevereiro de 2014 (um mês após nosso investimento), a família Civita vendeu o restante de suas ações para a Tarpon, que assim, passou a deter o controle da companhia. Em decorrência da aquisição do controle a Tarpon realizará uma oferta pública obrigatória para aquisição do restante das ações do mercado.

Companhia investe aproximadamente R\$1,5 bilhão em diversas aquisições



É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento dos fundos pelo investidor antes de tomar a decisão de aplicar seus recursos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Amazônia Capital não se responsabiliza por quaisquer decisões tomadas tendo como base os dados deste documento. As informações aqui contidas têm caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos ou oferta para aquisição de valores mobiliários. Os investimentos em fundos de investimento e demais valores mobiliários apresentam riscos para investidor. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento.

## **Abril Educação**

A Abril Educação atualmente é uma empresa com receita de R\$1,2 bilhão e lucro líquido ajustado<sup>1</sup> de R\$200 milhões. A companhia tem como foco principal o mercado de ensino básico e atua em 4 mercados diferentes: editoras/livros didáticos e paradidáticos; escolas e cursos preparatórios; sistemas de ensino; e cursos de inglês. Seu valor de mercado é de R\$3,1 bilhões e sua dívida líquida é de R\$860 milhões, equivalente a pouco mais de 2 vezes sua geração de caixa anual.

### **Editora (31% da receita e 21% do resultado operacional)**

A Abril possui 2 marcas fortes neste segmento, a Ática e Scipione, que vendem 25% dos livros utilizados nas escolas públicas brasileiras, por meio do PNLD (Plano Nacional do Livro Didático). Cerca de 15% dos livros produzidos são vendidos no mercado privado, estes com ticket médio e margens maiores.

O governo compra anualmente livros para a educação básica através do PNLD. Trata-se de um mercado de aproximadamente 80 milhões de livros por ano e R\$1,8 bilhão de receita. Os livros são primeiramente apresentados aos professores da rede pública que, através de um comitê, decidem quais farão parte do programa. Os contratos são realizados através de licitações anuais, onde as 5 principais editoras ficam com 80% do mercado.

Três pontos críticos neste mercado são: investimento editorial antecipado – 2 anos antes as coleções são produzidas para atender ao Edital do programa; introdução de novos autores renomados, principalmente para o ciclo do Ensino Médio; e a rede de vendedores capazes de visitar todos os professores das escolas públicas anualmente. As editoras de forma geral protegem bem seus autores e o nível de *turnover* é baixíssimo e não é preciso detalhar a dificuldade de montar e treinar uma equipe de vendas especializada com abrangência nacional. Estas são barreiras de entrada que garantem uma vida mais tranquila para os atuais *players*.

Por outro lado, o mercado de livros didáticos é maduro e com tendência de diminuir gradualmente, seja por questões demográficas seja pela substituição dos livros por novas tecnologias ou por sistemas de ensino e apostilas. Esta é uma característica ruim e que também afugenta novos concorrentes.

- 3 Aparentemente a Abril ainda tem muitos anos de receita estável e forte geração de caixa neste mercado, mesmo que esteja lentamente diminuindo. Com o crescimento das outras unidades de negócio da Abril, o negócio de editoras deve gradualmente ir perdendo a importância no contexto geral da empresa.

### **Escolas e cursos preparatórios (26% da receita e 18% do resultado operacional)**

A Abril começou sua história neste mercado com a compra da marca de cursinho Anglo, posteriormente o Colégio pH no Rio de Janeiro e seguiu esse modelo com as aquisições dos Colégios Motivo e Sigma, em Recife e Brasília, respectivamente. Ao todo são 19 escolas e cursinhos que atendem o segmento de educação básica. A Abril priorizou investimentos de marcas fortes regionais e em oferecer ensino de alta qualidade e performance (medida principalmente pela aprovação em vestibulares e notas no ENEM).

O negócio tem dinâmicas favoráveis, como o fato de este ser um produto de extrema importância para o comprador (os pais dos alunos) e de ser um serviço de longa duração, que acaba gerando um estreitamento e lealdade entre os pais dos alunos e escolas. Com isso, escolas reconhecidas não tem grandes problemas em precificar seus cursos, repassar custos e reajustar seus preços anualmente. Afinal, um negócio que muitas vezes tem fila de espera de clientes só pode ser bom.

Ocupando apenas uma fração deste mercado extremamente fragmentado, regional e diferenciável, a Abril tem uma avenida enorme de crescimento, seja por abertura ou por aquisição de novas escolas e marcas. Por se tratar de um serviço que exige pouco investimento e com capital de giro positivo, o retorno deste crescimento tende a ser muito bom. Ao longo do tempo, com o gradual reconhecimento de suas marcas para além de suas regiões atuais de domínio, que é uma tarefa bem difícil, o retorno e escala de seu crescimento orgânico aumentarão exponencialmente.

Entretanto, a execução desta estratégia de crescimento é crítica para determinação da sua geração de valor. Por exemplo, parte do crescimento virá via aquisições, e seu retorno obviamente dependerá do preço a ser pago pelas

<sup>1</sup> Ajustado ao benefício fiscal gerado pelo ágio das aquisições e por despesas não recorrentes.

escolas e a identificação dos pontos de presença a serem ampliados. Além do fato de que abrir uma nova escola não é tarefa tão simples, há de se encontrar o imóvel na área com a demanda identificada, com um preço de aluguel razoável, além do treinamento de todo o corpo docente. Em 2015, por exemplo, a Abril abrirá cerca de 5 escolas.

### **Sistemas de ensino (27% da receita e 47% do resultado operacional)**

O Brasil apresenta crescente tendência pela adoção de Sistemas de Ensino em escolas privadas e públicas, pois há uma necessidade de buscar ensino de qualidade comprovada e associação a marcas reconhecidas. Ao optar por contratar um sistema de ensino Anglo, por exemplo, a escola passa a usar suas apostilas, sua marca, os professores recebem treinamento e os alunos passam a ter acompanhamento periódico de desempenho.

Parece ser uma relação virtuosa de “ganha-ganha”. As escolas pagam em torno de R\$600 anualmente por aluno e, na maioria das vezes, revendem por R\$1.000 as apostilas para os pais dos alunos. Os pais, por sua vez, deixam de gastar em torno de R\$1.400 anualmente em livros didáticos para seus filhos. Na aquisição de um sistema de ensino, a escola recebe material didático atualizado, serviço de treinamento dos professores e acompanhamento de desempenho dos alunos.

A penetração de sistemas de ensino gira em torno de 40% no país e a Abril tem dominância nos maiores mercados, como, por exemplo, 20% de participação na região sudeste. É um mercado grande com 331 mil escolas e 43 milhões de alunos, sendo que 20% estudam em escolas privadas. A Abril tem uma posição de liderança no mercado, com aproximadamente 1,5% de participação de mercado total e de 9% em escolas privadas. Ainda há muito espaço para crescer neste mercado, seja comprando novas marcas, ampliando a abrangência das marcas atuais ou por um movimento de maior penetração dos sistemas em escolas públicas.

Este negócio é escalável e com baixíssima necessidade de alocação de capital, portanto o crescimento gerará gradualmente uma expansão de margem para a companhia, além de uma forte geração de caixa. Atualmente a Abril opera com 3 marcas *premiums*, Anglo, pH e Motivo, e algumas outras marcas de nicho ou de ataque, com preço mais acessíveis.

4

### **Cursos de Idiomas (16% da receita e 14% do resultado operacional)**

#### **Wise Up e o problema da alocação de capital**

Educação é educação, correto?

Porém, há diferenças não tão sutis entre as dinâmicas de negócio de educação básica nos quais a Abril atua e uma rede de franquias de escolas de inglês como a *Wise Up*. Isso nos faz refletir como incentivos errados e executivos muito agressivos podem ser comprometedores para uma companhia.

A primeira grande diferença está na forma que o consumidor valoriza o serviço, ou até na identidade do consumidor. A *Wise Up* vende seus cursos para jovens adultos, recém formados ou que estão no começo de suas carreiras profissionais. O consumidor está em uma fase da vida em que geralmente ganha pouco, é instável profissionalmente e tem acesso a diversas fontes baratas para aprender inglês, inclusive *online*. Além disso, ao contrário do ensino básico onde são os pais do aluno que compram o serviço (visto como prioridade na cesta de consumo da família), nos cursos de inglês, são os próprios alunos que tomam a decisão de compra e eles são mais livres para adiar uma compra, desistir do curso e pesquisar por melhores preços.

Outra diferença é a duração do curso. Enquanto a duração da relação de marcas como Anglo e pH chegam muitas vezes a mais do que uma década com seus clientes, um curso padrão da *Wise Up* dura apenas 1,5 ano. Ou seja, aqui vemos uma dinâmica bem mais difícil de renovar a base de clientes quase que anualmente e uma relação curta e frágil com o cliente. O fato de, aproximadamente, 40% dos alunos matriculados desistirem do curso antes de concluí-lo, mostra bem as dificuldades deste negócio.

Com a economia se encolhendo e muitas franquias operando de forma ineficiente, a *Wise Up* está com dificuldades de captar novos alunos e, ao mesmo tempo, tendo que coordenar um movimento de fechamento de algumas unidades e fortalecimento de outras mais saudáveis. Além disso, há uma percepção que a qualidade do serviço entregue está abaixo do que é inspirado pela marca e a companhia também está atacando este ponto. Nos parece

acertado a estratégia proposta pela Tarpon de separar a Wise Up em uma unidade de negócio diferente, identificar os problemas e buscar resolvê-los de uma forma mais intensa e focada.

Quanto mais tentamos encontrar um ângulo de convergência e sinergia entre Wise Up e os outros negócios da Abril, mais ficamos distantes deste objetivo. O erro foi ainda maior quando consideramos o preço pago nesta aquisição. A Wise Up foi estruturada por meio de franquias e cresceu de forma impressionante, principalmente em uma economia pujante e impulsionada pelo consumo. Este passado gerou riqueza considerável para seu fundador, que vendeu o negócio a preço de ouro. Entretanto, não muito bom para os acionistas da Abril que pagaram em torno de R\$900 milhões por um negócio que talvez não valha nem metade disso.

## Produtos Complementares

Investimentos e aquisições recentes, como a escola de idiomas Red Balloon e O Líder em Mim<sup>2</sup>, podem acrescentar bons espaços de crescimento para a companhia. Tais investimentos são complementares e comercialmente sinérgicos com os negócios atuais e devem se beneficiar da liderança de mercado da Abril no mercado de educação básica.

A Red Balloon é um ótimo exemplo disso. Atualmente uma escola de inglês para crianças que atua principalmente através de unidades próprias e algumas franquias. A Abril passou a vender o sistema de ensino Red Balloon *in school*. Escolas que têm parte de seu dia com salas de aulas vazias passam a oferecer cursos de inglês complementar e de alta qualidade para seus alunos. Os pais, por sua vez, podem deixar seus filhos na escola por período integral, e busca-los após seu dia de trabalho. A Abril poderia ampliar ainda mais sua oferta de serviços para as escolas que já são suas clientes, adicionando tecnologia, conhecimento e, assim, otimizando e estreitando seu relacionamento com seus clientes.

## 5 Moats

### Custo de troca

As três unidades de negócio apresentam, em diferentes graus, esta característica virtuosa e que facilita consideravelmente a vida dos executivos ao longo do tempo. O “custo de troca” é o custo de natureza financeira, psicológica ou de esforço que um cliente incorre para trocar de fornecedor, marca ou produto.

A característica é mais evidente no mercado de sistemas de ensino. Basta imaginar o transtorno para uma escola trocar toda sua dinâmica de ensino de um ano para o outro, interromper o ritmo de estudo de seus alunos de diversos anos letivos, treinar e contratar novos professores etc. Sendo o sistema de ensino com marca reconhecida e eficaz em termos de aprovação em universidades ou notas no ENEM, dificilmente uma escola buscará outra alternativa. Na prática isso se reflete em uma taxa de renovação de contratos de quase 100% e em uma dinâmica de preços confortável para a Abril.

A maioria das pessoas que têm filhos sabe como é uma decisão difícil mudar seus filhos de escola, seja porque se quer a melhor opção de educação para seu filho, ou porque eles já se acostumaram com o ambiente e amigos daquele colégio ou porque é convenientemente perto de casa. Por isso acabam sendo mais “pacientes” e cautelosos quando se trata de tomar decisões de mudança. No dia a dia isso se reflete em filas de espera para matrículas em determinadas escolas, baixíssima desistência e um poder de precificação favorável ao colégio.

No mercado de editoras, o custo de troca está no fato dos professores já estarem acostumados com determinados autores e, portanto, quererem continuar lecionando com tais livros como sempre o fizeram. Apesar desta fidelidade existir, não a achamos tão poderosa quanto nos descritos anteriormente. De qualquer forma, vem funcionando bem e se reflete na relativa estabilidade de participação de mercado dos poucos participantes deste mercado.

---

<sup>2</sup> Trata-se de um programa *in school* com conteúdo, metodologia, material didático e treinamento para o aprendizado de liderança, valores e competências fundamentais para o sucesso na escola e na vida. OLEM é uma metodologia pedagógica que busca ensinar valores e cidadania aos estudantes, baseado no livro dos sete hábitos das pessoas altamente eficazes.

## Marcas

Marcas são importantes *moats* quando permitem que a empresa cobre um prêmio por seus produtos e serviços ou quando gera uma recorrência espontânea de compra, por exemplo, o produto é a primeira escolha na cabeça do consumidor.

A Abril acertadamente se construiu e consolidou em cima de marcas fortes em todas suas unidades de negócios e, tão importante quanto isso, a força da marca de um dos negócios ajuda a fortalecer as outras marcas. É muito difícil encontrar empresas em situação parecida.

Outra característica deste mercado é que levam anos para se conseguir construir a reputação de uma marca, que geralmente é regional.

Em nossa opinião, estes são os principais “ativos” que os executivos e controladores da empresa devem se preocupar em proteger, melhorar e ampliar. As escolas e sistemas de ensino da Abril têm mantido a liderança no desempenho no IDEB, em vestibulares regionais e ENEM, além da empresa seguir fazendo boas aquisições de colégios com marcas fortes regionais, como é o caso dos Colégios Motivo e Sigma, localizados em Recife e Brasília, respectivamente. Este é nosso maior ponto de atenção neste investimento e nos parece que a empresa tem desempenhado bem.

**Negócios de margens e retornos altos.** Nos agrada o fato de, além das características descritas acima, todos os negócios em que a Abril atua são de alta margem operacional e pouco intensivos em capital. Os negócios de menores margens, por exemplo, são os de escolas e editoras que operam com aproximadamente 25% de margem EBIT. Esta informação por si só não quer dizer muita coisa, mas acompanhada das características positivas dos negócios citadas acima, confirma nossa impressão de serem mercados bons de se investir.

## Riscos conhecidos

6

**Uma empresa em formação.** Como fica claro na história que descrevemos anteriormente sobre a Abril Educação, trata-se de uma empresa muito jovem que atua em seus principais mercados há menos de uma década. A integração de todas as aquisições em uma empresa com uma gestão única e coesa ainda está em curso e, caso não seja bem sucedida, pode gerar problemas para o desempenho futuro da empresa.

**Novo controlador, CEO e executivos.** Apesar de admirarmos e acreditarmos na capacidade da Tarpon e seus executivos em gerir uma companhia, sabemos que eles não têm experiência prévia neste mercado. A Tarpon terá que buscar um equilíbrio em tornar esta empresa mais eficiente e focada em resultados (isso implica em muitas decisões difíceis, como demissões etc.) e ao mesmo tempo terá que ter a capacidade de manter executivos chave na empresa, como o ex CEO Mario Ghio, além de formar e atrair novos talentos.

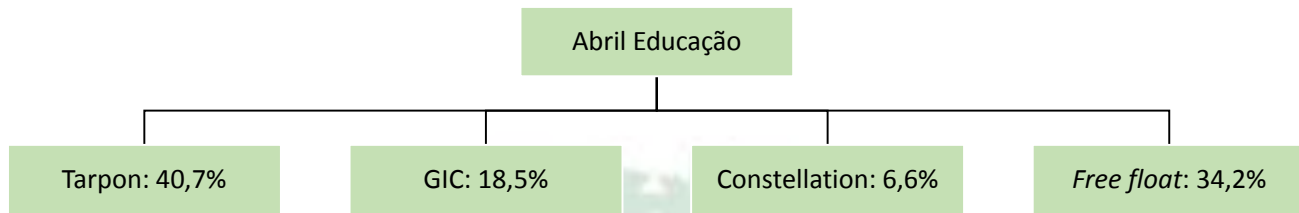
**Alocação de capital.** Faz parte da estratégia da companhia continuar consolidando o mercado de escolas e sistemas de ensino. Novas aquisições podem ser feitas a preços muito elevados ou com erros estratégicos, destruindo assim todo o valor para a companhia. Outro risco é demorar para dar um rumo para a não bem sucedida aquisição da Wise Up, que pode gerar um desperdício de energia e um mau uso do capital já empregado. Para endereçar este ponto, a compra do controle da empresa pela Tarpon nos parece bem vinda.

**PNLD.** Apesar de não estar em pauta, o governo pode mudar o formato ou tamanho do PNLD. Este evento poderia ter um impacto significativo para a Abril nos dias de hoje, mas, com a diluição gradual desta unidade de negócio, este risco tende a diminuir.

## A Tarpon Investimentos e a Oferta Pública de Ações

A Tarpon Investimentos que já havia comprado 19,9% do capital da família Civita em junho de 2014, recentemente comprou mais 20,7% do restante das ações da família, totalizando pouco mais de 40% do capital total. Pelo fato de terem tomado o controle (na prática) da companhia, fizeram espontaneamente a mesma oferta pelo restante das ações da empresa. O preço da oferta é de R\$12,33 por ação, um prêmio em torno de 23% com relação ao preço de

mercado. Após a conclusão destas duas operações e antes do resultado da OPA, a estrutura acionária da Abril fica como se segue:



Juntamente com a OPA, Eduardo Silveira Mufarej, sócio da Tarpon Investimentos, foi anunciado como diretor presidente da companhia. Mario Ghio Junior, que havia assumido o cargo há pouco tempo, continua como diretor da companhia, sendo responsável pelas operações de educação básica.

Por ser um evento recente, ainda não está claro se a OPA foi um movimento compulsório ou se a Tarpon realmente tem a intenção de fechar o capital da empresa. Temos mais alguns meses até que a operação se conclua e tomarmos a decisão de vender as ações com um ganho rápido de pouco mais de 20% ou, se possível, continuar como acionistas deste excelente negócio no longo prazo.

### **O Investimento**

7 Compramos as ações da Abril Educação a uma relação de preço de 13x seu lucro anual. Considerando as dinâmicas amigáveis de seus mercados e seu posicionamento de mercado, que torna o negócio verdadeiramente resiliente, consideramos um risco controlado de fazer este investimento a esse preço.

As avenidas de crescimento no mercado de educação básica são grandes, claras e rentáveis. Esperamos uma maior penetração no mercado de sistema de ensino, ganhos de participação de mercado, aberturas de novas escolas, algumas aquisições e um retorno marginal cada vez maior. Caso estejamos corretos em nossa avaliação, mesmo sem uma expansão de múltiplos nos próximos anos, este investimento deve nos gerar uma atrativa taxa de retorno no período.