



Educação e Progresso Econômico:

A importância da educação e os impactos do FIES nas empresas listadas em bolsa

Sumário

Este trabalho possui dois objetivos. O primeiro é mostrar a experiência de países emergentes que investiram pesadamente em educação e colheram significativas melhoras em indicadores sociais e econômicos em um relativo curto espaço de tempo. Esta evidência, quando confrontada com o nível baixo de instrução da população brasileira, mostra a urgência de políticas voltadas à melhoria da escolaridade no Brasil.

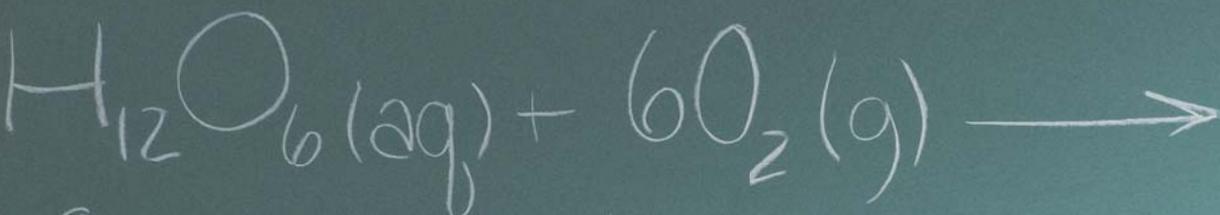
O segundo objetivo é mostrar as recentes políticas educacionais implementadas no Brasil, com foco especial no FIES (Fundo de Financiamento ao

Estudante) e suas implicações para as empresas do setor educacional listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Serão detalhadas as condições em que o programa foi criado em 1999, as mudanças extremamente relevantes por que passou em 2010, bem como as mais recentes, na passagem de 2014 para 2015.

Por fim, o trabalho faz algumas considerações sobre o futuro do FIES e termina com nossa opinião construtiva sobre o setor educacional brasileiro, após a queda do preço das ações dessas empresas no início de 2015.

$$6 \times 16.00 \text{ g/mol} = 96.00 \text{ g}$$

$$= 180.18 \text{ g}$$



$$\frac{1842 \text{ kJ}}{4 \text{ mol Fe}} = \frac{460 \text{ kJ}}{\text{mol Fe}}$$

Índice

05 **Introdução**

08 **FIES: O Maior Programa Governamental voltado à Educação**

10 **O Impacto para as Empresas das Mudanças no FIES**

14 **Conclusão**

$$\Delta H_{\text{vap}} = 29.5 \text{ kJ}$$

$$\Delta S_{\text{vap}} = 88.6 \text{ J}$$

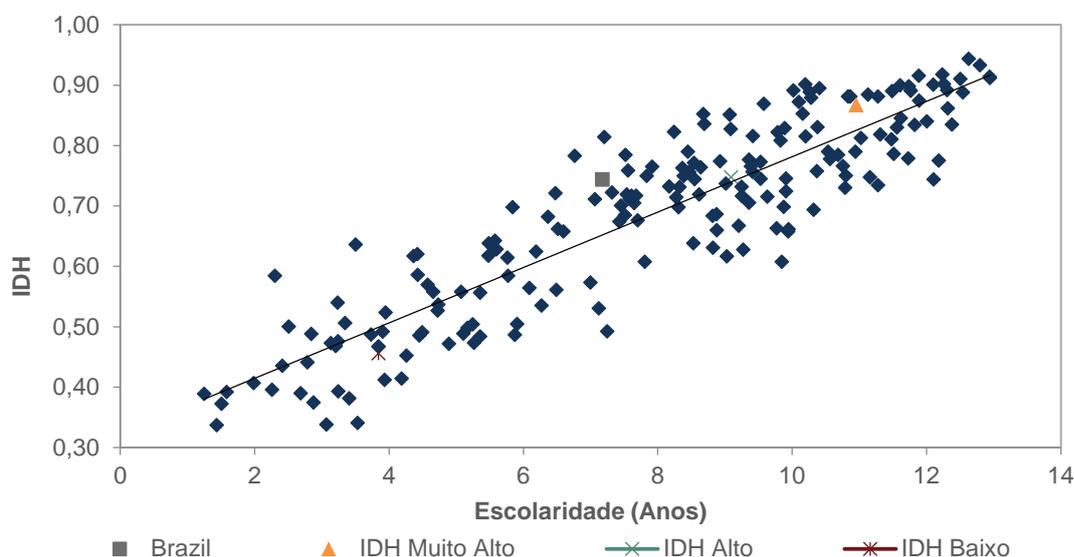
Introdução: A Experiência de Outros Países Emergentes

Investimentos em educação são diretamente proporcionais ao progresso econômico e social de uma nação. Esta relação se dá porque, ao aumentar o grau de escolaridade de sua população, o país aumenta seu estoque de capital humano, incrementando a produtividade da economia e, conseqüentemente, do produto potencial¹.

Esta relação foi demonstrada por Mankiw, Romer e Weil (1992), em seu conhecido artigo *A Contribution to Economic Growth*². A utilização do Estoque de Capital Humano, além do Capital Físico já considerado nos modelos tradicionais³, melhorou a capacidade explicativa dos modelos de crescimento econômico de longo prazo, tornando-os capazes de descrever a evolução do produto em uma gama maior de países, em diferentes estágios de desenvolvimento.

Uma das métricas de quantificar-se o grau de desenvolvimento socioeconômico de um país se dá pelo Índice de Desenvolvimento Humano (IDH)⁴. Como pode ser observado no **gráfico 1**, o IDH tem alta correlação com o tempo de escolaridade média do país, ou seja, países com maior escolaridade média (tempo que os cidadãos frequentam a escola) são também aqueles que apresentam maior desenvolvimento. O Brasil, como se vê, apresenta índice intermediário, o que indica que há muito a melhorar em relação à educação.

Gráfico 1: Relação entre Escolaridade e Desenvolvimento das Nações



Fonte: United Nations Development Reports
<http://hdr.undp.org/en/content/table-2-human-development-index-trends-1980-2013>

¹Crescimento máximo da economia que não gera desequilíbrios, como pressões inflacionárias.

²http://eml.berkeley.edu/~dromer/papers/MRW_QJE1992.pdf.

³Como o Modelo de Solow - Swan, proposto em 1956, como uma extensão do modelo de Harrod - Domar (1946). Inclui a produtividade como fator explicativo, além do estoque de capital e crescimento populacional.

⁴O IDH é calculado e divulgado anualmente pela ONU. Foi criado com o objetivo de oferecer um contraponto à utilização exclusiva de indicadores de renda, como o PIB per capita, na medição do desenvolvimento de um país. Seus pilares são desenvolvimento econômico, saúde e educação.

Bons exemplos em relação a investimentos em educação não faltam, como os chamados Tigres Asiáticos⁵, grupo de países que, desde meados da década de 1970, adotaram como estratégia econômica um forte investimento em educação, com vistas a melhorar seus sistemas de ensino em todos os níveis.

Como é possível observar nos **gráficos 2 a 5**, estes países apresentaram um significativo aumento do PIB per capita à medida que a escolaridade de sua população aumentou. Esta evolução mostra como a melhoria da escolaridade tornou possível a industrialização sem exaurir rapidamente fatores de produção, como o estoque de mão-de-obra.

Estes países apresentaram um significativo aumento do PIB per capita à medida que a escolaridade de sua população aumentou.

Gráfico 2: Coreia do Sul

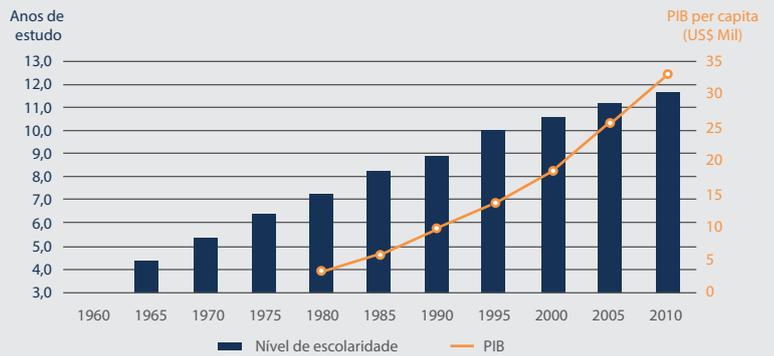


Gráfico 3: Taiwan

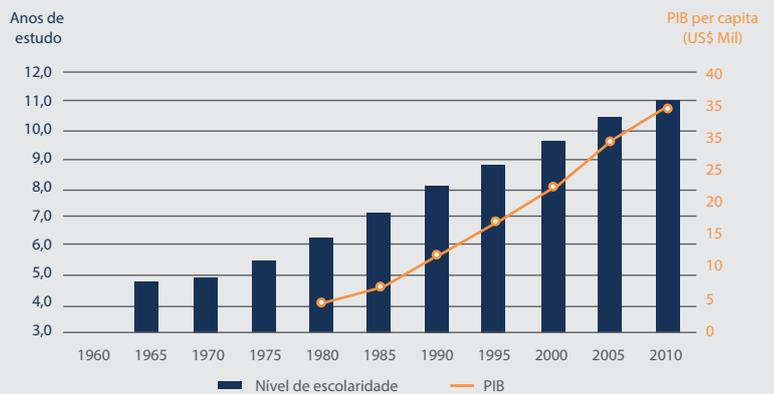


Gráfico 4: Singapura

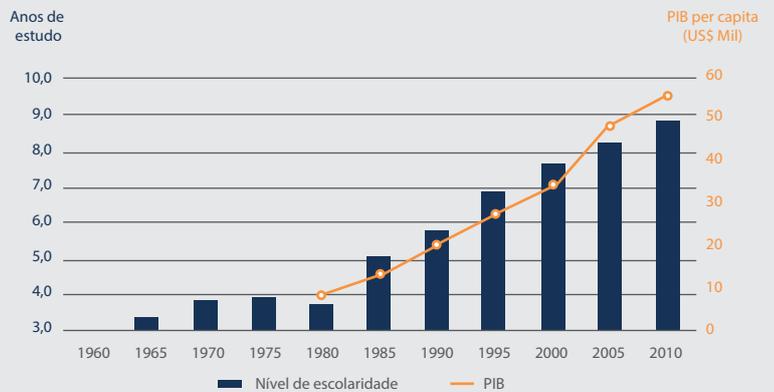
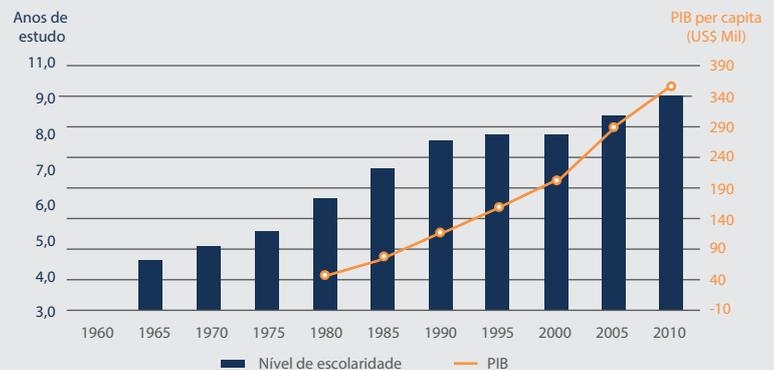


Gráfico 5: Hong Kong

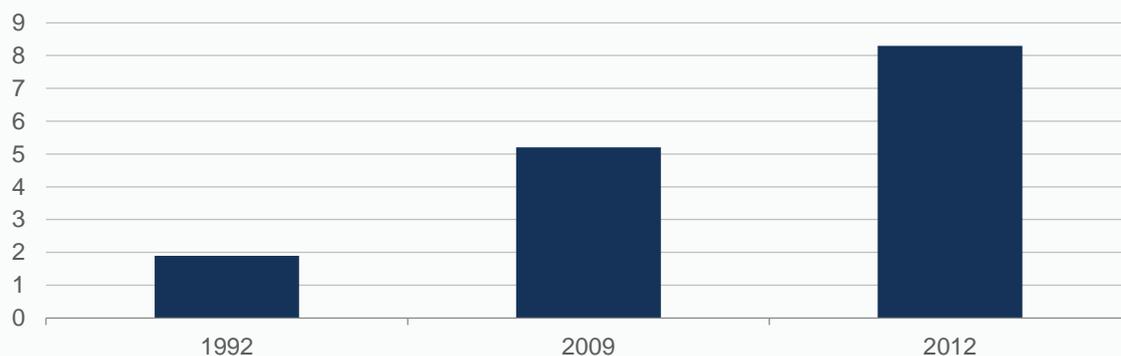


Fonte: UNESCO Institute for Statistics

⁵Singapura, Coreia do Sul, Hong Kong e Taiwan.

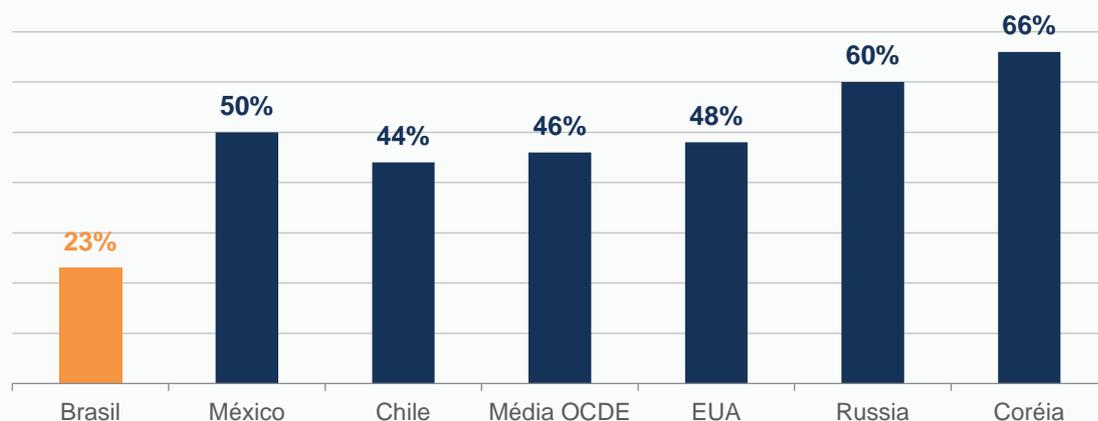
No Brasil, apesar de a escolaridade ainda estar aquém de outras nações em desenvolvimento, algum progresso foi alcançado nas últimas décadas. Foram promovidos programas educacionais que possibilitaram que o país saísse das últimas posições em escolaridade e qualidade de ensino entre seus pares. De 1992 a 2012, o número de alunos com idade entre 15 e 17 anos matriculados no ensino fundamental passou de menos de 2 milhões para 8,4 milhões (**Gráfico 6**). No entanto, o percentual de indivíduos com ensino médio completo, e que concluem o ensino superior, ainda é baixo para parâmetros mundiais (**Gráfico 7**).

Gráfico 6: Jovens entre 15 e 17 anos matriculados no ensino fundamental (Milhões de estudantes)



Fonte: MEC, INEP, IBGE OCDE Elaboração: IAM

Gráfico 7: Penetração da Educação



Fonte: MEC, INEP, IBGE, OCDE Elaboração: Itaú Asset Management

Apesar de considerável avanço, os desafios existentes continuam imensos e demandarão políticas de longo prazo e investimentos crescentes.

O governo federal tem buscado ampliar o acesso ao ensino técnico e superior por meio de diversos programas de financiamento estudantil e políticas públicas de subsídio ao setor, criados para dar abrangência e acessibilidade a estes incentivos.

Voltado ao ensino profissionalizante, o Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e Emprego (PRONATEC) foi criado pelo governo federal em 2011 com o objetivo de expandir a oferta de cursos de educação profissional, financiando cursos técnicos em todo o país. Já o Programa Universidade para Todos (PROUNI) tem como meta estimular o ensino superior, oferecendo bolsas parciais ou integrais a estudantes de baixa renda⁶.

Por fim, há o Fundo de Financiamento ao Estudante (FIES), o maior e mais conhecido programa de apoio ao ensino superior do governo federal, que passa por mudanças significativas. Uma parte especial desse estudo se dedica à análise de tais mudanças e seus impactos, sobretudo nas empresas do setor educacional listadas em bolsa.

⁶Fonte: MEC



FIES: O Maior Programa Governamental voltado à Educação

O FIES é destinado a financiar a educação superior de estudantes matriculados em universidades privadas através de crédito subsidiado. Maior entre os programas voltados à educação, ele foi criado em 1999 e teve algumas diretrizes ampliadas em 2010, aumentando significativamente o seu alcance. A tabela abaixo resume as mudanças ocorridas:

Antigo FIES (até 2010)

Taxa de Juros: 6,5% a.a

Período para pagamento do Crédito: duas vezes a duração do curso

Sem período de carência para o pagamento do financiamento

O financiamento tem que ser requerido no início do ano

A CEF (Caixa Econômica Federal) era o único banco repassador do FIES

Apenas cursos com IGC (nota) mínimo de 3

Os estudantes tinham que fazer o ENEM

Sem preferência da alocação por cursos

Novo FIES (após 2010)

Taxa de Juros: 3,4% a.a.

Período para pagamento do FIES: três vezes a duração do curso mais doze meses

Período de carência de 18 meses após a graduação

Financiamento pode ser requerido a qualquer momento do ano

CEF e Banco do Brasil eram os bancos repassadores do FIES

Apenas cursos com IGC (nota) mínimo de 3

Os estudantes tinham que fazer o ENEM

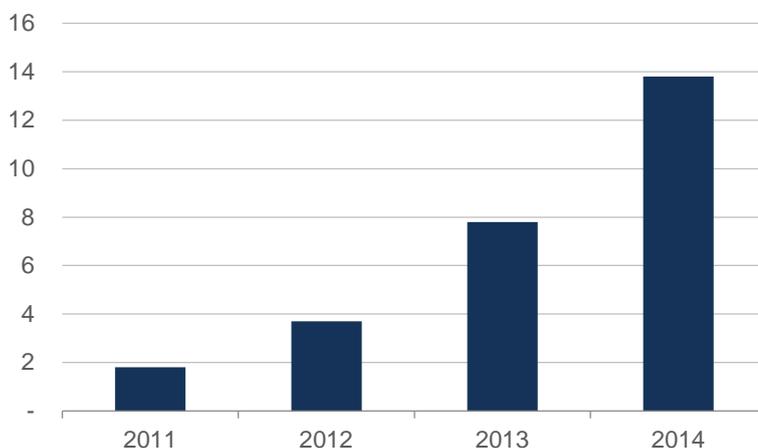
Sem preferência da alocação por cursos

Renda máxima familiar do candidato de até 20 salários mínimos

Fonte MEC (Ministério da Educação); Elaboração: Itaú Asset Management

Concomitante à ampliação do FIES, houve um aumento considerável no orçamento do governo federal para o programa, sobretudo a partir de 2011 (**gráfico 8**):

Gráfico 8: Gastos com o FIES (R\$ bilhões)



Fonte: Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) de 31 de julho e 2015

Do ponto de vista das empresas, ou seja, das universidades, o FIES foi transformacional a partir de 2010. O programa proporcionou uma aceleração na taxa de crescimento das receitas (maior captação de alunos), com um risco menor (queda na evasão escolar e na inadimplência). Como o setor se caracteriza por uma alta alavancagem operacional⁷ (em geral, mais de 50% dos custos das universidades listadas são gastos com professores), o impacto positivo na rentabilidade das empresas foi enorme.

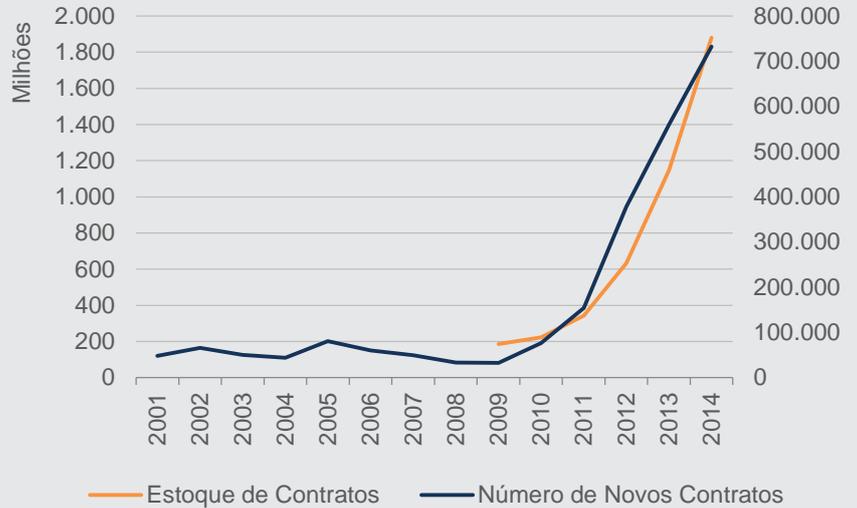
A grande oferta de recursos, as condições de financiamento amplamente subsidiadas e as poucas exigências para a concessão de crédito levaram a uma grande procura pelo programa.

O **gráfico 9** mostra a evolução dos novos contratos assinados, bem como o crescimento do estoque vigente. Podemos observar que o número de contratos não ultrapassa 100 mil em nenhum ano do período entre 2001 e 2010.

Já a partir de 2011, após a flexibilização das condições de financiamento e do aumento da oferta de crédito, a quantidade de contratos subiu vertiginosamente, chegando a mais de 700 mil em 2014. Da mesma forma, o tamanho do estoque de créditos (número de contratos) ao final de 2014 já era muito próximo a 1,9 milhão.

Dado o aumento exponencial do programa e a necessidade da implementação de um ajuste fiscal, foram mudadas diretrizes no FIES que impactaram fortemente o desempenho das ações do setor. No próximo capítulo, é feita uma análise destas mudanças.

Gráfico 9: Evolução dos novos contratos



Fonte: Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE) de 31 de julho de 2015

⁷Alta alavancagem operacional é uma característica de empresas ou setores que possuam grande parte de suas despesas composta por custos fixos. Dessa forma, um dado crescimento na receita é acompanhado por um aumento de menor intensidade no custo total, devido à diluição dos custos fixos, possibilitando um crescimento mais que proporcional no lucro.



O Impacto para as Empresas das Mudanças no FIES

Com a chegada da nova equipe econômica, no final de 2014, e a adoção de uma política fiscal mais restritiva, o governo federal instituiu as portarias normativas (PN) 21 e 23, que alteram as regras de concessão de novos contratos FIES e impõem exigências mínimas para a concessão do crédito estudantil. Foi instituída uma nota mínima de 450 pontos nas provas do Exame Nacional do Ensino Médio (ENEM), além da exigência de nota acima de zero na prova de redação. Também houve alteração no *modus operandi* dos repasses

de recursos para as universidades com mais de 20 mil alunos. Essas empresas, que antes recebiam doze parcelas anuais do governo federal, passaram a receber oito parcelas, com diferimento de quatro.

Em adição às novas exigências descritas acima, em junho de 2015 o Ministério da Educação anunciou novas condições para o programa, que ficaram conhecidas como FIES 1.5 e estão resumidas na tabela abaixo.

FIES 1.5 (junho 2015)

Taxa de Juros: 6,5% a.a

Período para pagamento do FIES: três vezes a duração do curso mais doze meses

Período de carência de 12 meses após a graduação

Financiamento deve ser requerido no início do período letivo

CEF e Banco do Brasil são os bancos repassadores do FIES

Apenas cursos com IGC (nota) mínimo de 3, mas há prioridade para cursos com notas 4 e 5

Os estudantes têm que atingir 450 pontos no ENEM e não tirar zero na redação

Renda máxima familiar do candidato de até 2,5 salários mínimos per capita

Preferência na alocação por cursos de acordo com nota do curso, região e área de atuação (preferência por engenharia, educação e saúde)

Em linhas gerais, as mudanças parecem bem vindas, já que dão mais sustentabilidade ao programa no longo prazo, ao torná-lo mais compatível com as atuais restrições fiscais. No entanto, tais alterações têm efeitos diretos para o setor, por diminuir o alcance do FIES.

Os impactos mais imediatos das novas regras provavelmente serão a queda na captação de novos alunos via FIES (aqueles que não atingirem a nota mínima no ENEM), a contração das margens operacionais (margem bruta e margem ebitda⁸) e a piora no capital de giro das universidades, que terão seus recebíveis aumentados. No entanto, deve-se ressaltar a dificuldade em se quantificar, em um primeiro momento, a consequência destas mudanças nas margens das empresas, na captação de novos alunos, na evasão escolar e no capital de giro.

A ferramenta mais comumente utilizada para calcular o preço justo de uma empresa é o modelo de Fluxo de Caixa Descontado (DCF, do anagrama em inglês).

Em linhas gerais, o DCF é impactado pelo Ebitda, pelo capital de giro, pelos investimentos e pela taxa de desconto. As duas

primeiras entradas/variáveis serão diretamente influenciadas pelas mudanças no FIES. O Ebitda sofre à medida que a menor oferta de financiamento tende a diminuir as captações de novos alunos, além de aumentar a evasão escolar ao longo do tempo⁹, o que implica em margem menor.

O capital de giro das universidades também será negativamente impactado pelo diferimento de quatro parcelas anuais do FIES, pelo provável aumento na inadimplência (o risco de receber do FIES era menor do que receber do aluno) e pelo comprometimento de capital em eventuais programas de financiamento estudantil.

No início de 2015, fizemos exercícios de sensibilidade para quantificar o impacto das novas medidas no preço justo das ações das empresas listadas do setor de Educação. Assumimos uma captação de alunos 10% menor e o aumento do capital de giro com os novos prazos de repasse. Com estas premissas, chegamos a um preço alvo das ações, na média para o setor, 20% menor que os preços de 30 de dezembro de 2014.

Empresas	Preço em 23/06/2015	Preço em 30/12/2014	Valor de Mercado 23/06/2015 (R\$MM)	Valor de Mercado 30/12/2014 (R\$MM)	Oscilação
Kroton	12,35	15,50	20.068.750	25.187.500	-20%
Estácio	19,29	23,82	6.084.066	7.512.828	-19%
Ser Educacional	14,39	29,56	1.801.323	3.700.286	-51%
Anima	23,11	34,28	1.915.540	2.841.398	-33%
Total	-	-	29.869.679	39.242.012	-24%

Fonte: Bovespa. Elaboração: Itaú Asset Management de junho/2015

⁸Ebitda – Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortizações - do anagrama em inglês.

⁹Este efeito tende a se acentuar em um ambiente como o atual, de forte desaceleração da atividade, aumento do desemprego e alta na inflação.

No contexto dos ajustes fiscais necessários para reequilibrar as contas do Governo Federal, imaginava-se que o setor de Educação seria poupado ou pouco atingido por eventuais medidas. Nesse sentido, as portarias em questão foram um verdadeiro “choque” para empresas e investidores. Dada a surpresa, os agentes passaram a especular sobre “o que mais poderia vir”, aumentando o grau de desconfiança e criando um ambiente bastante incerto para as empresas.

Adicionalmente, o posicionamento técnico no setor era desfavorável, dado que boa parte dos investidores carregava posições compradas no setor, justamente em função da previsibilidade de lucro e da resiliência propiciadas pela estrutura do FIES. A situação piorou à medida que estudantes passaram a encontrar dificuldades em renovar seus contratos. Com isso, o fluxo de venda de ações do setor no início do ano foi enorme, com algumas empresas chegando a perder metade de seu valor de mercado.

Dado o aumento da incerteza sobre as principais premissas de entrada na modelagem das empresas do setor, julgamos que algumas considerações retrospectivas e prospectivas devem ser feitas antes de chegar-se a uma conclusão sobre as expectativas para o desempenho das ações do setor:

- A proposta de orçamento para o FIES em 2015 é de R\$12,5 bilhões. Este valor é suficiente apenas para renovar os contratos existentes, sem captações adicionais. Como sabemos, até a publicação deste estudo, o MEC já havia assinado 250 mil novos contratos no primeiro semestre. Logo, assumimos que o orçamento de 2015 ficará muito próximo dos R\$13,7 bilhões gastos em 2014. Como a PN#23 estipula o pagamento de apenas oito parcelas e o diferimento das outras quatro, o valor de R\$13,7 bilhões seria suficiente para captar algo próximo a 300 mil novos contratos de FIES, pouco menos da metade de 2014. Assim, podemos inferir que haverá menos crescimento e, conseqüentemente, maior risco de evasão;

Do ponto de vista fiscal, o FIES **não poderá continuar crescendo** às mesmas taxas observadas até 2014.

- Ainda não se sabe exatamente como será o pagamento das quatro parcelas diferidas: possivelmente, serão pagas em quatro anos (uma por ano). Apesar do diferimento nos pagamentos acontecer apenas em 2015, também não há garantias de que esse mecanismo não venha a ser estendido, dado o tamanho do estoque de financiamentos e as limitações fiscais;
- Do ponto de vista fiscal, o FIES não poderia continuar crescendo às mesmas taxas observadas até 2014. Portanto, o programa poderá passar por novos ajustes, o que traz insegurança aos investidores. Contudo, isso não quer dizer em absoluto que o FIES será diminuído, em função do seu potencial de qualificação de mão-de-obra e do fato de ser inconcebível não haver um programa de crédito estudantil em um país com tantas desigualdades econômicas e sociais como o Brasil;
- É mais provável que o governo continue investindo em educação superior via iniciativa privada, através de crédito estudantil. A alternativa de investimento em ativos fixos via universidades públicas, além de mais dispendiosa, tem alcance menor e não é necessariamente mais justa do ponto de vista social, pois boa parte dos alunos matriculados em universidades públicas é oriunda das classes mais favorecidas economicamente;

Por último, o FIES ainda deverá passar por novos ajustes e ser aperfeiçoado no futuro. São várias as possibilidades de mudanças no programa, que poderão impactar mais ou menos as empresas do setor. A tabela 2 lista algumas possíveis alterações e uma avaliação qualitativa do impacto que teriam.

Tabela 2

Mudanças Possíveis	Impacto para as Empresas
Tornar as universidades corresponsáveis pela análise da documentação do candidato ao FIES	Baixo
Manutenção do orçamento do FIES no tamanho atual por alguns anos em função das limitações fiscais	Alto
Manutenção do diferimento do recebimento de quatro parcelas por alguns anos em função das limitações fiscais	Alto
Elevação do percentual que as universidades recolhem junto ao fundo garantidor de crédito do setor (Fgeduc), acima dos atuais 6,42%, para minimizar a inadimplência futura	Alto

Fonte: Itaú Asset Management de Junho, 2015

Ao contrário do que muitos pensam e do que é dito ocasionalmente pela imprensa, não acreditamos que o governo adotará parâmetros ainda mais rígidos em relação às notas de alunos para a alocação dos recursos do FIES, pelo menos no curto e médio prazos. Tal medida iria na direção oposta de um dos maiores objetivos desse programa: dar acesso ao ensino superior aos menos favorecidos economicamente, o que explica nossa aposta em condições não tão restritivas no futuro, pelo menos no que se refere à nota mínima do aluno.

Em linhas gerais, hoje, para que um aluno tenha acesso ao FIES deve ter nota mínima no ENEM de 450 pontos e não ter tirado zero na redação, além de pleitear vaga em um curso que tenha nota mínima de 3 no Sistema Nacional de Avaliação da Educação Superior (Sinaes). Caso o governo eleve a nota mínima atual, estará privilegiando alunos que frequentaram escolas melhores e que provavelmente tenham um nível sócioeconômico mais alto. Tal estratégia poderia fazer sentido no longo prazo, com o avanço do FIES e a melhora da educação básica no Brasil, mas não na fase atual. Dada a pouca qualificação da mão-de-obra no Brasil, em grande parte por falhas no ensino médio, o FIES é muito eficiente em minorar esse problema e propiciar um salto na qualificação profissional na base da pirâmide socioeconômica onde há maiores deficiências.

Neste ponto da análise, feitas todas as considerações qualitativas, em geral o processo de avaliação de empresas continua com a parte quantitativa. Assim, assumem-se premissas para as principais variáveis que afetam receita e margens futuras das companhias, utilizando-se o DCF para estimar o valor justo das empresas. Como a atual situação do setor é de grande incerteza, o grau de confiabilidade deste tipo de projeção fica muito baixo, o que o torna pouco útil. Dito em outras palavras, caso boa parte das possíveis mudanças elencadas na tabela 2 aconteça, o valor de mercado dos papéis do setor deverá cair, mesmo considerando-se toda a perda dos últimos meses. De maneira inversa, caso este cenário desfavorável não se concretize ao longo dos próximos trimestres, isto significaria ganhos para o setor.

Como se pode notar, este trabalho não se encerra aqui. À medida que evoluir a regulamentação dos incentivos ao setor, em especial os relativos ao FIES, os cenários possíveis para as principais variáveis voltarão a ficar mais claros, tornando menos incerto o cálculo de preços-alvo para as companhias.

Conclusão

As mudanças no principal programa governamental de incentivo à educação superior, o FIES, causaram fortes quedas nos preços das ações do setor que era, até então, considerado por muitos como o mais seguro do mercado acionário brasileiro. Apesar das incertezas quanto às mudanças, que devem continuar causando volatilidade às ações, acreditamos que o incentivo governamental ao setor continuará a existir, pois um programa de crédito estudantil, direcionado aos menos favorecidos, é essencial para um país com fortes desigualdades econômicas e sociais como o Brasil.

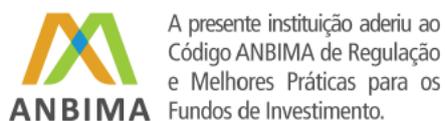
Faz sentido que o valor de mercado do setor educacional tenha caído significativamente com as mudanças do FIES. Contudo, apesar da grande incerteza atual, refletida na dificuldade de realizar projeções, acreditamos que a queda das ações, ocorrida desde o início do ano, reflete em grande parte a nova realidade das empresas. Estimamos que o setor ofereça boas oportunidades de investimentos, principalmente em função da qualidade de execução das empresas listadas e da possibilidade de crescimento via aquisições, abrindo espaço para desempenhos relativos bastante díspares entre as ações.

Adicionalmente, as universidades listadas são mais capitalizadas e mais bem geridas do que a média das empresas do setor, que ainda é muito fragmentado. Acreditamos, portanto, em uma consolidação no médio prazo, num ambiente em que as empresas listadas têm totais condições de serem protagonistas.

Por último, cabe lembrar que as premissas e cálculos que embasam esta opinião são baseados nas informações atuais e, como a incerteza na regulação do setor ainda é grande, futuras mudanças e aperfeiçoamentos no funcionamento do FIES podem implicar necessidade de atualização desta avaliação.

Disclaimer

A Itaú Asset Management é a área responsável pela gestão dos fundos do conglomerado Itaú Unibanco. O Itaú Unibanco não se responsabiliza por qualquer decisão de investimento que venha a ser tomada com base nas informações aqui mencionadas. Dúvidas, reclamações e sugestões, utilize o SAC Itaú: 0800 7280728, todos os dias, 24 horas, ou o Fale Conosco (www.ita.com.br), ou a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011, dias úteis, das 9h às 18h, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, 24 horas por dia, 7 dias por semana, 0800 722 1722.



ItaúAssetManagement

