FATO RELEVANTE

Aquisição Uniseb

A **Estácio Participações S.A.** ("Estácio" ou "Companhia" - Bovespa: ESTC3), em cumprimento ao disposto no parágrafo 4º do Art. 157 da Lei nº 6.404/76 e na Instrução CVM 358/02 e alterações posteriores, vem, em complementação ao Fato Relevante publicado em 14 de maio de 2014, informar que:

1. As demonstrações financeiras da Uniseb indicam que o resultado do exercício de 2013, destacado na tabela abaixo, ficou dentro do patamar que não demanda ajuste no preço da aquisição, de modo que, nos termos dos Contratos firmados em razão da Operação, permanece mantido o valor de R$615.318.088,06, já divulgado por ocasião do anúncio da referida aquisição.

Em R$ milhões	2012	2013	Variação
Receita Líquida	107,8	114,5	6,2%
EBITDA pro-forma	47,3	49,0	3,5%
Margem EBITDA	*43,9%*	*42,8%*	*-1,1 p.p.*
Lucro Líquido pro-forma	30,1	31,9	6,1%

2. A captação de alunos da Uniseb para o 1º semestre de 2014 atingiu 8,4 mil novas matrículas, um crescimento de 31% em relação às 6,4 mil matrículas registradas no mesmo período do ano anterior.

3. Nos próximos dias será convocada Assembleia Geral Extraordinária para a deliberação dos acionistas sobre a aquisição da Uniseb Holdings S.A (atual denominação social da TCA Holdings Ltda.), controladora da Uniseb. Como base e lastro legal e contábil para a referida aprovação, a Companhia contratou Laudo de Avaliação Econômico-Financeiro elaborado pelo Banco Santander (Brasil) S.A, ora disponibilizado ao mercado conforme Anexo I do presente Fato Relevante.

Rio de Janeiro, 19 de maio de 2014.

Virgílio Deloy Capobianco Gibbon
Diretor de Relações com Investidores

TCA Investimentos e Participações Ltda.

Laudo de Avaliação

15 de maio de 2014

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

Nota Importante

1. O Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander”) foi contratado pela Estácio Participações S.A. (“Contratante” ou “Estácio”) para elaborar uma avaliação pelo critério econômico-financeiro (“Avaliação”) da TCA Investimentos e Participações Ltda. (“TCA” ou “Companhia”), acionista controladora da UNISEB União dos Cursos Superiores SEB Ltda. (“UNISEB”)(“Laudo de Avaliação”), a fim de ser submetido à assembleia geral da Estácio para os fins do disposto no artigo 256, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”), no âmbito da operação de aquisição da totalidade das ações de emissão da TCA pela Estácio (“Transação”).

2. A Avaliação é de propriedade intelectual do Santander e foi preparada pelo Santander, por solicitação do Conselho de Administração da Contratante, exclusivamente para deliberação da assembléia geral dos acionistas da Estácio no contexto da Transação, e para nenhum outro propósito. A Avaliação não deve ser utilizada, pela Contratante, pela Companhia ou por terceiros, para outros fins e não poderá ser divulgada ou referendada a terceiros ou distribuída, reproduzida, resumida ou citada em quaisquer documentos públicos, cedida a quaisquer outros terceiros ou utilizada para qualquer outra finalidade sem a autorização prévia e por escrito do Santander, exceto a divulgação da Avaliação aos acionistas e investidores da Contratante e o envio de versão eletrônica da Avaliação para a CVM e as Bolsas de Valores nas quais os valores mobiliários de emissão da Contratante são negociados, nos termos da legislação aplicável.

3. Este Laudo de Avaliação não é, e não deve ser utilizado como uma opinião a respeito da Transação ou uma opinião sobre a adequação e razoabilidade da Transação (fairness opinion). Este Laudo de Avaliação, incluindo suas análises e conclusões, não constitui uma proposta, solicitação, sugestão ou recomendação por parte do Santander para qualquer acionista da Estácio ou membro do Conselho de Administração ou da Diretoria da Estácio, ou ainda qualquer terceiro, sobre como devem votar ou agir em qualquer assunto relacionado à Transação.

4. Este Laudo de Avaliação não tem o objetivo de ser a única base para avaliação da TCA, assim como não contém toda a informação necessária para tal. Quaisquer decisões que forem tomadas pela Estácio, seus administradores e acionistas são de suas únicas e exclusivas responsabilidades. A análise dos riscos e benefícios envolvidos na implementação e aprovação da Transação deverá ser conduzida exclusiva e independentemente pela Estácio, seus administradores ou acionistas, conforme o caso.

5. O Laudo de Avaliação deve ser lido e interpretado à luz das premissas, restrições, qualificações e outras condições aqui mencionadas. Qualquer pessoa que se utilizar deste Laudo de Avaliação, desde que devidamente autorizada para tal, deve levar em consideração em sua análise as restrições e características das fontes das informações aqui utilizadas.

6. Caso seja necessária a divulgação da Avaliação de acordo com a lei e/ou regulamentação aplicável, estes materiais somente poderão ser divulgados se reproduzidos em seu conteúdo integral, e qualquer descrição ou referência ao Santander deverá ser feita de forma razoável e expressamente aceita pelo Santander e seus consultores. Exceto mediante autorização prévia e expressa por escrito, nenhuma pessoa além dos membros do Conselho de Administração da Estácio e seus acionistas está autorizada a utilizar quaisquer declarações, conselhos, opiniões ou conduta do Santander, e a Estácio não irá divulgar tais declarações, conselhos, opiniões ou conduta para terceiros, exceto na forma requerida pela lei e regulamentação aplicáveis.

7. Com exceção da finalidade prevista no artigo 256, § 1º, da Lei das S.A. ou de exigência expressa nos termos da legislação e regulamentação aplicáveis, este material foi preparado exclusivamente para o uso de determinados indivíduos, não tendo sido preparado com a finalidade de disseminação ou divulgação pública ou em conformidade com qualquer padrão de divulgação estabelecido pelas normas federais, estaduais ou locais do mercado de capitais ou qualquer outra regulamentação aplicável.

8. A versão do Laudo de Avaliação em Português deverá sempre prevalecer.

Nota Importante (cont.)

9. O Santander não fez e não faz qualquer recomendação, assim como não expressa qualquer opinião, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da Transação. O Santander também não faz declarações quanto à conveniência ou à oportunidade da Transação. A análise não considera nenhum elemento de valor que possa resultar da realização ou expectativa da Transação, se houver, bem como não pretende refletir o preço de venda das ações da TCA. A Avaliação não constitui um julgamento ou recomendação à administração da Contratante, da Companhia, aos seus acionistas ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão da realização de qualquer operação envolvendo os ativos e passivos da Companhia, incluindo, mas não se limitando a, a Transação, como também não se destina a embasar qualquer decisão de investimento ou desinvestimento.

10. Os resultados apresentados neste Laudo de Avaliação referem-se exclusivamente à TCA e não se aplicam a qualquer outra questão ou operação, presente ou futura, relativa à Estácio, à Companhia ou aos grupos econômicos dos quais elas fazem parte ou ao setor em que atuam. Adicionalmente, este Laudo de Avaliação não trata dos méritos estratégicos e comerciais da Transação, nem trata da eventual decisão estratégica e comercial da Estácio ou de seus acionistas de participar, analisar ou realizar a Transação, ou de quaisquer outras estratégias ou outras transações que podem estar disponíveis para a Estácio. A utilização dos valores determinados no Laudo de Avaliação para qualquer outra avaliação relativa à Estácio ou à Companhia, ou para qualquer outra finalidade não contemplada neste Laudo de Avaliação, é de responsabilidade única e exclusiva da Estácio.

11. Conforme orientações recebidas da Contratante, a data base utilizada para a Avaliação é 31 de dezembro de 2013. O Santander não fez uma análise comparativa, mas teve conhecimento que existem algumas variações entre as demonstrações contábeis pró-forma da UNISEB utilizadas na Avaliação e as demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2013 auditadas. Conforme informado pela Contratante, tais variações se referem a despesas não recorrentes (algumas delas relacionadas a outros negócios do grupo) ou a práticas que foram ou serão descontinuados até o fechamento da transação, constituindo, segundo a Contratante, um histórico mais coerente com as projeções futuras para fins da Avaliação.

12. A Companhia foi avaliada como uma operação independente (“stand alone”) e, portanto, não inclui benefícios ou perdas operacionais, fiscais ou de outra natureza, incluindo eventual ágio, nem quaisquer sinergias, valor incremental e/ou custos, caso existam, que a Estácio ou a Companhia possam ter em razão da conclusão da Transação. O eventual sucesso ou insucesso de qualquer operação, inclusive da Transação, envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas controladas ou coligadas, não foi considerado no resultado da Avaliação. A Avaliação também não leva em conta eventuais ganhos ou perdas operacionais e financeiras que possa haver posteriormente à Transação em função da alteração comercial dos negócios atualmente existentes entre a Estácio e a Companhia ou qualquer alteração na administração de tais companhias.

13. O Santander não expressa qualquer opinião sobre os efeitos que eventualmente possam ser gerados para a Companhia a partir da consumação de qualquer operação envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas controladas ou coligadas. A presente Avaliação não levou em consideração quaisquer avaliações prévias da Companhia, ou de suas controladas, coligadas ou de quaisquer valores mobiliários de emissão destas sociedades, efetuadas pelo Santander ou por qualquer outra instituição, no contexto de quaisquer operações, ofertas ou negociações passadas envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas coligadas ou controladas. Ao elaborar a presente Avaliação, o Santander realizou uma avaliação exclusivamente econômico-financeira da Companhia, considerando, para fins dessa análise, apenas as contingências indicadas e provisionadas nas Demonstrações Financeiras pró-forma da UNISEB (conforme adiante definido), de modo que não foram analisadas, revisadas e consideradas, para fins desta Avaliação, outras contingências de qualquer natureza, incluindo sem limitação, contingências de natureza societária ou judicial.

14. A Companhia foi avaliada pelas metodologias de fluxo de caixa descontado, múltiplos de negociação e múltiplos de transação. O Laudo de Avaliação não poderá ser utilizado como base para justificar o direito de voto de qualquer pessoa no que diz respeito a qualquer assunto, inclusive no que se refere a acionistas ou membros do Conselho de Administração ou da Diretoria da Estácio ou da TCA, conforme aplicável.

Nota Importante (cont.)

15. A Avaliação foi elaborada pelo Santander com base em informações elaboradas ou disponibilizadas pela Contratante e/ou pela Companhia e fornecidas ao Santander pela Contratante ou discutidas com os representantes da Contratante e/ou da Companhia, conforme indicados pela Contratante ("Representantes Indicados"), bem como outras informações públicas disponíveis, além de projeções, de estimativas e de análises que decorrem da expertise e experiência do Santander. Nenhuma das Informações utilizadas na Avaliação foi considerada inconsistente pelo Santander.

16. O trabalho de Avaliação do Santander utilizou como base, dentre outras, as seguintes informações ou documentos que foram disponibilizados pela Contratante ao Santander até 15 de maio de 2014, os quais, em conjunto com informações públicas, estimativas, projeções, planos de negócio, orçamentos, discussões e demais informações referidas nos itens a seguir e utilizadas na Avaliação, são doravante designadas em conjunto as "Informações": (a) demonstrações financeiras pró-forma de 31/12/2012 e 31/12/2013 da UNISEB (as "Demonstrações Financeiras"); (b) informações públicas sobre o setor de atuação da Companhia, suas controladas e coligadas; (c) informações públicas sobre parâmetros macroeconômicos nos locais em que a Companhia possui presença relevante; (d) informações financeiras e operacionais históricas da Companhia; (e) valores da Dívida Líquida consolidada da Companhia, ajustadas às participações detidas; e (f) discussões com os Representantes Indicados em relação ao desempenho passado e às expectativas para o futuro dos negócios da Companhia. O Santander não recebeu demonstrações financeiras da TCA, mas foi informado pelos Representantes Indicados que a TCA não possui qualquer ativo ou passivo operacional ou não operacional, nem quaisquer receitas, custos ou despesas que possam ser considerados relevantes para fins da Avaliação, exceto as ações ou quotas da UNISEB.

17. Na elaboração da Avaliação, o Santander revisou outros estudos e análises financeiras e de mercado e levou em consideração outros aspectos que entendeu necessários, incluindo o julgamento de condições econômicas, monetárias e de mercado.

18. As Informações demográficas, macroeconômicas, regulatórias, do mercado de atuação da Companhia, suas controladas e coligadas mencionadas na Avaliação, quando não fornecidas pela Contratante, pela Companhia ou pelos Representantes Indicados, foram baseadas, dentre outras, em fontes públicas reconhecidas e consideradas confiáveis (entidades de classe, órgãos governamentais e publicações especializadas), tais como, Banco Central do Brasil, Ministério da Educação, Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira, Bloomberg, Thomson Reuters, Fundo Monetário Internacional e Departamento Econômico do Santander.

19. A Avaliação reflete as condições financeiras e contábeis conforme informações recebidas até 15 de maio de 2014, de modo que qualquer alteração nestas condições ou nas Informações posteriormente a esta data poderá alterar os resultados ora apresentados. O Santander não está obrigado a, a qualquer tempo, atualizar, revisar, corrigir ou reafirmar qualquer informação contida na Avaliação ou a fornecer qualquer informação adicional relacionada à Avaliação.

20. O Santander presume e confia na exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão de todas as Informações, seja por escrito ou por meio de discussão com os Representantes Indicados, seja por se encontrarem publicamente disponíveis, e não assume qualquer responsabilidade pela exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão das Informações, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. O Santander assume que todas as Informações fornecidas ao Santander ou de alguma forma disponibilizadas pela Contratante ou discutidas pelos Representantes Indicados com o Santander são completas, corretas e suficientes para fins da Avaliação, e que, desde a data da entrega das Informações e até o presente momento, não houve qualquer alteração material no negócio, na situação financeira, nos ativos, passivos, nas perspectivas de negócio, transações comerciais ou no número de ações da Companhia, bem como não houve qualquer outro fato significativo que pudesse alterar as Informações, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material nos resultados da Avaliação.

Nota Importante (cont.)

21. O Santander não assume e não assumiu, com sua permissão, responsabilidade por qualquer investigação independente, e não verificou de forma independente, ou foi solicitado a verificar, qualquer informação, seja de conhecimento público ou de outra forma fornecida ao Santander, relativa à Estácio e à Companhia, ou de outra forma utilizada neste Laudo de Avaliação, incluindo, sem limitação, quaisquer informações operacionais ou financeiras, previsões, estimativas ou projeções, considerados na preparação da avaliação financeira da Companhia. Deste modo, ao preparar este Laudo de Avaliação, o Santander, com sua permissão, assumiu e considerou tais informações verdadeiras, precisas e completas. O Santander não conduziu nenhuma inspeção física nas propriedades ou ativos da Companhia, e não preparou ou recebeu qualquer avaliação independente ou laudo de avaliação de qualquer ativo ou obrigação (incluindo qualquer contingência, responsabilidade ou dívida não contabilizadas) da Companhia. O Santander também não avaliou a solvabilidade ou o valor justo da Companhia ou da Estácio de acordo com qualquer lei federal, estadual ou municipal relativas à falência, insolvência ou matérias similares.

22. Com base nas afirmações da Contratante e da Companhia, o Santander adota as premissas de que (i) as projeções financeiras a ele fornecidas pela Contratante refletem as melhores estimativas na época em que foram disponibilizadas, bem como o melhor julgamento da administração da Companhia quanto às expectativas de desempenho futuro da Companhia e/ou da UNISEB, e (ii) as estimativas e projeções que foram fornecidas ao Santander pela Contratante ou discutidas entre o Santander e a Contratante e/ou Companhia, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, de despesas, de investimentos, de lucro operacional ou de lucro líquido) foram baseadas no melhor julgamento da administração da Companhia e da Contratante.

23. O Santander assumiu, com sua permissão, que todas as autorizações governamentais, regulatórias ou quaisquer outras anuências necessárias e relevantes com relação à consumação do negócio proposto neste Laudo de Avaliação serão obtidas e que, em relação à obtenção das referidas autorizações e anuências, ou quaisquer alterações, modificações ou renúncias a quaisquer contratos, instrumentos ou ordem em que a Companhia seja parte ou esteja sujeita ou que esteja vinculada, nenhuma limitação, restrição, termo ou condição, que seria relevante para nossa análise, será imposta.

24. O valor econômico da TCA apresentado no presente Laudo de Avaliação, bem como os intervalos de valores derivados do Laudo de Avaliação, foram preparados com base nas metodologias de fluxo de caixa descontado, múltiplos de negociação e múltiplos de transação. Fica estabelecido que quaisquer avaliações, projeções financeiras e outras previsões e/ou estimativas ou projeções e outras premissas contidas neste Laudo de Avaliação (inclusive, sem limitação, sobre a performance financeira e operacional), foram preparados pela administração da Estácio ou da Companhia com base em informações (sejam elas verbais ou escritas) fornecidas pela administração da Estácio ou da Companhia, ou originadas de outras fontes públicas, sem qualquer verificação independente pelo Santander, e envolvem um número significativo de definições e premissas subjetivas adotadas pela administração da Estácio ou da Companhia, as quais podem não estar corretas. Neste sentido, é esperado que exista uma diferença entre o resultado real e o resultado estimado ou projetado, e os resultados reais podem variar materialmente em comparação com aqueles demonstrados neste Laudo de Avaliação. Além disso, com relação a qualquer informação disponibilizada ao Santander e utilizada em suas análises, o Santander assume, com sua permissão, que tais informações foram razoavelmente preparadas refletindo as melhores estimativas e julgamentos atualmente disponíveis para a administração da Estácio ou da Companhia, conforme aplicável, em relação às matérias abordadas neste Laudo de Avaliação.

25. O Santander não assumiu a responsabilidade de conduzir ou conduziu (i) qualquer avaliação dos ativos e passivos (contingentes ou não) da Companhia, de suas controladas e coligadas; (ii) revisão ou auditoria das demonstrações financeiras da Companhia, de suas controladas e coligadas; (iii) auditoria técnica das operações da Companhia, de suas controladas e coligadas; (iv) avaliação da solvência da Companhia, de suas controladas e coligadas, de acordo com qualquer legislação relacionada à falência, insolvência, recuperação judicial ou extrajudicial, ou questões similares; ou (v) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da Companhia, de suas controladas e coligadas.

Nota Importante (cont.)

26. Nem o Santander, nem quaisquer diretores, membros do conselho de administração, empregados, consultores, agentes, representantes ou qualquer outra pessoa relacionada ao Santander fazem, nem farão, expressa ou implicitamente, qualquer representação, declaração ou garantia em relação às informações fornecidas, incluindo estudos, projeções ou previsões da Companhia, de suas controladas e coligadas, ou premissas e estimativas nas quais essas projeções e previsões se basearam, utilizadas para a elaboração da Avaliação, tampouco assumem qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar relacionada ao conteúdo, exatidão, veracidade, integralidade, consistência, suficiência e precisão dessas Informações, as quais são de única e exclusiva responsabilidade da Contratante. Nesse sentido, no que se refere aos passivos e contingências da Companhia, vale esclarecer que o Santander considerou apenas os valores devidamente provisionados nas demonstrações financeiras pró-forma da UNISEB, sendo certo que não considerou a possibilidade de sua eventual incorreção ou insuficiência nem tampouco os efeitos de quaisquer ações judiciais e/ou processos administrativos (de natureza civil, ambiental, fiscal, trabalhista, previdenciária, ou qualquer outra natureza) em curso envolvendo tal Companhia ou que possam impactar o valor das ações de emissão da TCA.

27. O Santander não presta serviços de auditoria, de contabilidade ou jurídicos e a elaboração da Avaliação pelo Santander não inclui qualquer serviço ou aconselhamento desta natureza.

28. O Santander não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas ou lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso do Laudo de Avaliação, exceto nos casos expressamente previstos no artigo 8º, § 6º, da Lei das S.A. e/ou nas hipóteses de má-fé, negligência grave, ou dolo comprovado do Santander (conforme determinado por decisão judicial final e transitada em julgado ou por acordo judicial) que não tenham derivado de orientações da Estácio ou instruções ao Santander. Em qualquer caso, o Santander não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas ou lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso inapropriado ou não autorizado do Laudo de Avaliação.

29. A elaboração de avaliações econômico-financeiras é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida. O Santander não atribuiu importância específica a determinados fatores considerados na Avaliação, mas, pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. O Santander chegou a uma conclusão final com base nos resultados de toda a análise realizada, considerada como um todo, e não chegou a conclusões baseadas em, ou relacionadas a, quaisquer dos fatores ou métodos utilizados isoladamente na análise. Desse modo, a Avaliação deve ser analisada como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários, ou aspectos específicos da Avaliação, sem o conhecimento e análise da Avaliação em sua totalidade, pode resultar num entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo Santander e das conclusões contidas na Avaliação.

30. As estimativas e projeções presentes na Avaliação são intrinsicamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão além do controle da Contratante, da Companhia, assim como do Santander, especialmente àqueles cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos. Não há como garantir que as estimativas e projeções utilizadas na Avaliação sejam efetivamente alcançadas. Os resultados reais futuramente verificados podem divergir significativamente daqueles sugeridos na Avaliação. As estimativas constantes da análise deste Laudo de Avaliação e a avaliação resultante de qualquer análise específica não são necessariamente indicativos dos valores reais ou da previsão de resultados ou valores futuros, os quais podem ser significantemente mais ou menos favoráveis em relação àqueles sugeridos por esta análise, bem como não inclui ou leva em consideração qualquer aspecto da Transação ou eventual implicação da Transação ou qualquer contrato, acordo ou entendimento firmado com relação à Transação. Dessa forma, o Santander não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar caso os resultados futuros sejam diferentes das estimativas e projeções apresentadas na Avaliação e não presta qualquer declaração ou garantia em relação a tais estimativas e projeções. O Santander não assume qualquer responsabilidade em relação às referidas estimativas e projeções, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas.

31. Não há garantia alguma de que os resultados futuros da TCA e/ou da UNISEB corresponderão às projeções financeiras que analisamos e utilizamos como base para nossa análise, e qualquer diferença entre as projeções e os futuros resultados da Companhia e/ou da UNISEB poderá ser relevante. Os resultados futuros da TCA e/ou da UNISEB também podem ser afetados pelas condições econômicas e de mercado, que podem ser significativamente diferentes das previsões incluídas em nossas projeções.

Nota Importante (cont.)

32. Nada que esteja neste material é, ou pode ser considerado, como uma promessa, garantia ou declaração com relação ao passado ou ao futuro. O Santander não prestou serviços de contabilidade, nem de auditoria, ou ainda serviços legais, tributários, concorrenciais, fiscais ou regulatórios em relação a este Laudo de Avaliação ou a Transação, e, no que diz respeito a tais matérias, o Santander utilizou as avaliações feitas pela administração da Estácio, pela administração da Companhia e/ou seus consultores.

33. A função do Santander na elaboração deste Laudo de Avaliação é de um contratado independente e nenhuma disposição contida no presente criará ou poderá ser interpretada como criação de uma relação fiduciária entre o Santander e Estácio, Companhia, quaisquer de seus acionistas, stakeholders ou dos titulares de valores mobiliários de emissão da Estácio ou da Companhia.

34. Outras avaliações de empresas e setores elaborados também pelo Santander poderão tratar premissas de mercado de modo diferente da abordagem feita na Avaliação, de forma que os departamentos de pesquisa ("research") e outros departamentos do Santander e empresas relacionadas podem utilizar em suas análises, relatórios e publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas na Avaliação, podendo tais análises, relatórios e publicações conter conclusões diversas das descritas na Avaliação.

35. O Santander prestou, diretamente ou através de empresas relacionadas, determinados serviços financeiros e de banco de investimento para a Contratante, a Companhia, suas controladas e coligadas, assim como para suas controladoras, pelos quais recebeu remuneração, continua a prestá-los e pode, a qualquer momento, prestá-los novamente. O Santander, diretamente ou através de empresas relacionadas, é ou poderá se tornar credor da Contratante, da Companhia, de suas controladas e coligadas, assim como de suas controladoras em determinadas operações financeiras, bem como aumentar ou reduzir o volume de suas operações financeiras com estas sociedades.

36. No curso normal de suas atividades, o Santander poderá fornecer serviços de banco de investimento e outros serviços financeiros para as companhias e suas afiliadas, bem como vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da Contratante, da Companhia, de suas controladas e coligadas, assim como de suas controladoras, em nome próprio ou em nome de seus clientes e, consequentemente, poderá, a qualquer tempo, deter posições compradas ou vendidas com relação aos referidos valores mobiliários. Além disso, os profissionais de seus departamentos de análise de valores mobiliários (equity research) e de outras divisões podem basear suas análises e publicações em diferentes premissas operacionais e de mercado e em diferentes metodologias de análise quando comparadas com aquelas empregadas na preparação deste Laudo de Avaliação, de forma que os relatórios de pesquisa e outras publicações preparados por eles podem conter resultados e conclusões diferentes daqueles aqui apresentados. O Santander dota políticas e procedimentos para preservar a independência de seus analistas de valores mobiliários, os quais podem ter visões diferentes daquelas do seu departamento de banco de investimento. Também adota políticas e procedimentos para preservar a independência entre o banco de investimento e demais áreas e departamentos do Santander, incluindo, mas não se limitando, a administração de recursos (asset management), mesa proprietária de negociação de ações, instrumentos de dívida, valores mobiliários e demais instrumentos financeiros. Outras empresas relacionadas ao Santander podem também possuir direta ou indiretamente, via fundos por elas geridos e/ou administrados, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da Estácio.

37. O Santander declara que não tem interesse, direto ou indireto, na Estácio, na TCA, suas partes relacionadas ou na Transação, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração da Avaliação.

38. O Santander será remunerado pela Contratante pela prestação dos serviços referentes à elaboração desta Avaliação e os honorários devidos pela Contratante ao Santander não estão sujeitos ou de qualquer forma dependem do resultado da Avaliação. A Contratante concordou em indenizar o Santander por determinadas obrigações e responsabilidades que possam advir da contratação dos serviços referentes à prestação de serviços que resultou nesta Avaliação, exceto nos casos de comprovada culpa ou dolo previstos no âmbito do artigo 8º, § 6º, da Lei das S.A.

Nota Importante (cont.)

39. O Santander não tem ciência de conflito de interesses que possa afetar a elaboração do Laudo de Avaliação. Para fins da prestação dos serviços referentes ao Laudo de Avaliação, o Santander será remunerado pela Estácio, independentemente da efetivação da Transação, sendo que tal remuneração não é baseada e não tem qualquer relação, direta ou indireta, com os valores aqui reportados.

40. O Santander declara não ter recebido da Contratante ou da Companhia a título de remuneração por serviços de consultoria, de avaliação, de assessoria e assemelhados prestados nos últimos 12 (doze) meses.

41. O Santander declara, ainda, que: (i) não é parte relacionada, conforme definido pela Deliberação CVM nº 642 de 07 de outubro de 2010, à Estácio ou aos seus acionistas e administradores ou às Companhias; (ii) o Laudo de Avaliação não subsidiou a negociação do preço a ser pago pela Estácio no âmbito da Transação ("Preço"); e (iii) o Laudo de Avaliação foi preparado após a definição do Preço e assinatura dos contratos da Transação.

42. O controlador e os administradores da Contratante e/ou da Companhia não direcionaram, limitaram, dificultaram ou praticaram quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das respectivas conclusões contidas neste trabalho.

43. Alguns cálculos apresentados neste Laudo de Avaliação podem não resultar em valor exato, devido ao arredondamento dos números.

Flávio Tavares Valadão
Managing Director,
Head of Corporate Finance

Marcos Faccioli
Executive Director,
Corporate Finance

Rodrigo Guedes
Executive Director,
Corporate Finance

Pol Font
Vice President,
Corporate Finance

Gustavo Duarte
Associate,
Corporate Finance

Índice

1 Sumário Executivo 9

2 Qualificações do Santander 12

3 Escopo da Avaliação 15

4 Avaliação da TCA 19

a. Fluxo de Caixa Descontado 21

b. Múltiplos de Negociação 28

c. Múltiplos de Transação 31

5 Anexo 35

1. Sumário Executivo

Introdução

Considerações iniciais

- Conforme fato relevante divulgado em 12 de setembro de 2013 (“Fato Relevante”), a Estácio Participações S.A. informou aos seus acionistas e ao mercado em geral que, nessa data, formalizou o compromisso de compra da totalidade das ações da TCA Investimentos e Participações Ltda., controladora da UNISEB União dos Cursos Superiores SEB Ltda.

- O Santander foi contratado pela Estácio para elaborar uma avaliação pelo critério econômico-financeiro da TCA, acionista controladora da UNISEB. Uma vez definido o critério econômico-financeiro pela Contratante, coube ao Santander, com base em sua expertise e especialização, definir as metodologias de avaliação que, em sua opinião, reflitam adequadamente o valor da TCA de acordo com o critério estabelecido pela Contratante

- O presente Laudo de Avaliação apurou o valor da TCA com base em uma avaliação independente (“*stand alone*”) da UNISEB, sem sinergias, benefícios ou custos da Transação

- O Santander foi informado que a TCA não possui qualquer ativo ou passivo operacional ou não operacional, nem quaisquer receitas, custos ou despesas que possam ser considerados relevantes para fins da Avaliação, exceto as ações ou quotas da UNISEB

- Na Avaliação foram utilizadas as metodologias listadas abaixo para o cálculo do valor econômico da TCA:

  – Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (“FCD”)

  – Avaliação por Múltiplos de Negociação em Bolsa de Valores de Empresas Comparáveis

  – Avaliação por Múltiplos de Transação envolvendo Empresas Comparáveis

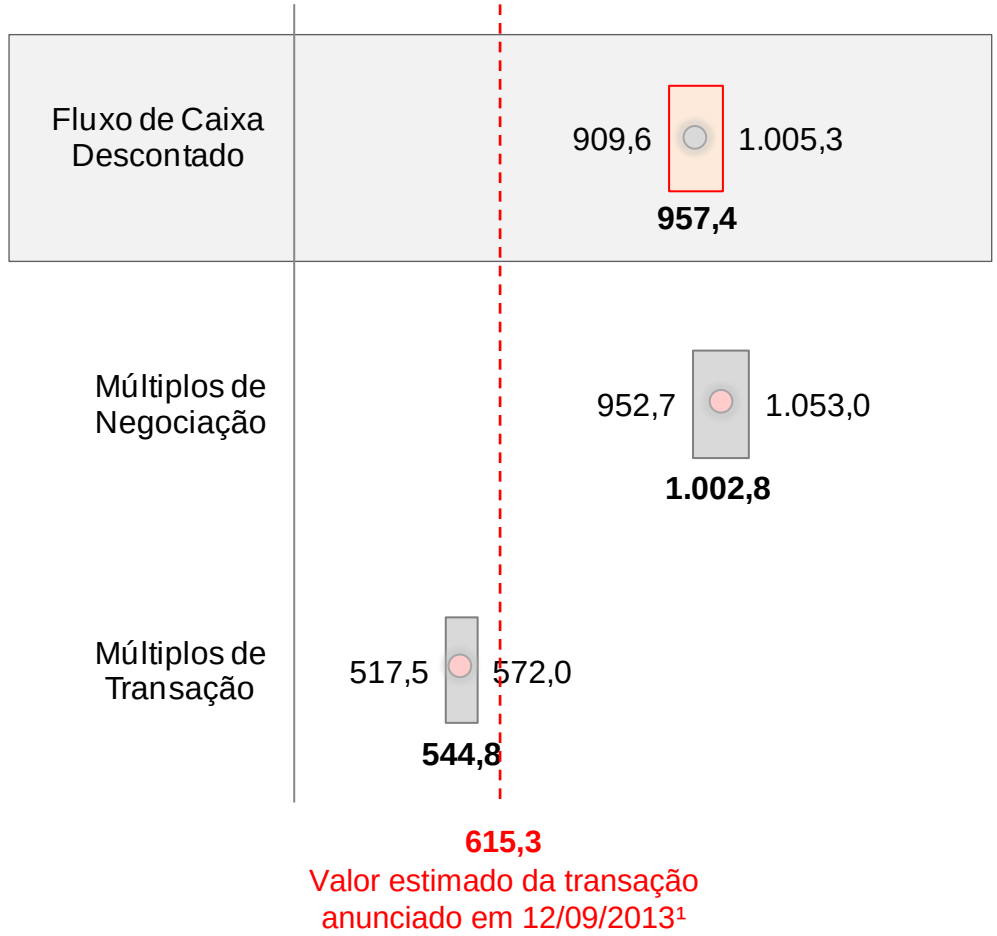
Sumário Executivo

O *Equity Value* da TCA encontra-se no intervalo entre BRL 910 milhões e BRL 1.005 milhões, com base na metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, a mais adequada de acordo com o entendimento do Santander

Metodologias Adotadas

- A elaboração do Laudo de Avaliação baseou-se nas seguintes metodologias e critérios:
  - Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado
  - Avaliação por Múltiplos de Negociação
  - Avaliação por Múltiplos de Transação
- Entendemos que a metodologia de FCD possibilita a análise dos resultados futuros das operações da UNISEB, sendo esta a metodologia que se considera mais adequada para determinar o valor econômico da TCA
- O FCD levou em consideração:
  - O Plano de Negócios para o período de 2014 a 2020 (7 anos), o qual foi desenvolvido, revisado e aprovado pela administração da Contratante
  - Informações públicas de mercado, setoriais e de empresas comparáveis
  - Taxa de desconto em Reais nominais de 14,97%
- Entendemos que a metodologia de avaliação por múltiplos de transação não é adequada para avaliar a TCA, pois as transações recentes do setor envolveram empresas que possuem a operação presencial como atividade principal, apresentando, dentre outros, crescimentos, margens e consequentemente múltiplos diferentes da UNISEB, cuja atividade principal é o ensino a distância

Resumo da Avaliação – *Equity Value* (BRL MM)



(1) Conforme fato relevante divulgado pela Estácio em 12 de setembro de 2013, o valor estimado da operação, sujeito a ajuste, foi de R$ 615,3 milhões, a ser pago parte em recursos financeiros (número de ações da TCA equivalente a 50% do capital social da TCA), parte em ações de emissão da Companhia (incorporação da TCA com consequente emissão de 17.853.127 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal de emissão da Estácio, a serem subscritas pelos detentores do capital social da TCA)

Santander GLOBAL BANKING & MARKETS

2. Qualificações do Santander

Qualificações do Santander

O Santander, através de sua área de *Corporate Finance*, possui vasta experiência no mercado, tendo atuando como assessor financeiro em diversas transações envolvendo a preparação de Laudos de Avaliação

Processo de Aprovação Interna dos Laudos e Relatórios de Avaliação

- O processo de aprovação interna dos laudos e relatórios de avaliação emitidos pelo Santander compreende sua revisão por escritório de advocacia externo com o propósito de auxiliar na revisão, discussão e aprovação por comitê interno, composto por profissionais das áreas de *Corporate Finance*, *Corporate Banking*, *Compliance* e Diretoria Jurídica, no qual são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações

Laudos de Avaliação e *Fairness Opinions* Recentes Elaborados pelo Santander no Brasil

Maio 2014 Autometal Laudo de Avaliação para a OPA de cancelamento de registro de companhia aberta e saída do Novo Mercado **Confidencial** Assessor Financeiro	*Maio 2014* São Martinho Fairness Opinion da São Martinho para seus acionistas **BRL 887.700.000** Assessor Financeiro	*Março 2014* Odebrecht Ambiental Laudo de avaliação da Odebrecht Engenharia Ambiental S.A. **Confidencial** Assessor Financeiro	*Fevereiro2014* ALL América Latina Logística Laudo de avaliação da ALL e Rumo em razão de sua fusão rumo logística **BRL 10.959.904.110** Assessor Financeiro	*Março 2014* CEMIG Laudo de avaliação da UHE Santo Antônio no âmbito da aquisição de 10,3% de seu capital social pela CEMIG **BRL 835.384.911** Assessor Financeiro	*Fevereiro 2014* oi PT Laudo de avaliação dos ativos da Portugal Telecom excluindo Brasil para a Oi no âmbito da fusão entre as partes **BRL 27.338.533.939** Assessor Financeiro	*Janeiro 2014* Braskem *Fairness Opinion* à Braskem na venda do 100% da UTA do Complexo Petroquímico de Triunfo à Odebrecht Ambiental **BRL 315.000.000** Assessor Financeiro	*Novembro 2013* Eletrobras Elaboração do Plano de Reestruturação Societária das Distribuidoras da Eletrobras **Confidencial** Assessor Financeiro
Agosto 2013 PETROBRAS Venda de 20% do capital social votante da Companhia Energética Potiguar S.A. para a GPE **BRL 38.000.000** Assessor Financeiro	*Junho 2013* PETROBRAS Venda das ações na Brasil PCH, equivalentes a 49% das ações ordinárias, para a Chipley SP Participações S.A. RENOVA ENERGIA CEMIG **BRL 710.925.759** Assessor Financeiro	*Fevereiro 2013* PETROS Laudo de Avaliação da San Antonio Brasil para a Petros no Processo de Incorporação da SAB pela Lupatech SAN ANTONIO LUPATECH **Confidencial** Assessor Financeiro	*Dezembro 2012* Elaboração de Relatório de Avaliação da invepar para PETROS **Confidencial** Assessor Financeiro	*Dezembro 2012* Braskem *Fairness Opinion* para a Braskem no âmbito da venda de 54,2% da Cetrel e 100,0% da UTA para a Foz do Brasil cetrel **BRL 652.000.000** Assessor Financeiro	*Junho 2012* Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário Laudo de Avaliação para a OPA de cancelamento de registro de companhia aberta e saída do Novo Mercado da CCDI – Camargo Corrêa Desenvolv. Imobiliário SA **BRL 210.372.311** Assessor Financeiro	*Março 2011* Telefônica Incorporação das ações da Vivo Participações Telesp vivo **BRL 33.200.000.000** Assessor Financeiro	*Agosto 2010* Apax Partners Laudo de avaliação para OPA de até a totalidade das ações da Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A. TIVIT **USD 441.400.000** Assessor Financeiro

Informações Sobre os Profissionais Responsáveis pela Avaliação

Flávio Tavares Valadão *Managing Director, Head of Corporate Finance*	▪ Flávio Valadão integrou o Santander em 2008 como *Head* de *Corporate Finance* para as Américas. O Sr. Valadão entrou no time de *Corporate Finance* do Banco Real em 1998 e em 2006 foi nomeado *Head* de *M&A* para a América Latina. Antes de se juntar ao Banco Real, trabalhou durante 8 anos no Banco Paribas, originando e liderando a assessoria de diversas ofertas públicas, privatizações e projetos de fusões e aquisições na América Latina, principalmente nos setores de Energia & Recursos Naturais, Água & Saneamento, Telecomunicações, Transporte & Distribuição de Gás e Serviços Financeiros ▪ Bacharel em Engenharia Elétrica pela Escola de Engenharia Mauá e cursou Mestrado em Engenharia Elétrica na Université de Lille na França
Marcos Faccioli *Executive Director, Corporate Finance*	▪ Marcos Faccioli ocupa o cargo de Executive Director da equipe de Corporate Finance e atualmente é responsável pelos setores de Educação, *Healthcare* e *Financial Sponsors*. Anteriormente, estava envolvido na originação e execução de transações de ECM e M&A em diferentes setores. Antes de se juntar à equipe de Corporate Finance, Marcos liderou de 2002 a 2006 o time responsável pela implementação de International Cash Management na América Latina, atendendo clientes Corporate/Multinacionais na região (ABN AMRO naquele momento) ▪ Bacharel em Ciência da Computação pela Unicamp, Marcos tem especialização em Administração de Empresas pela FGV-CEAG e Master of Science em Administração de Empresas pela GSB-Stanford na Califórnia (Sloan Fellow). Marcos é fluente em Português, Inglês e Espanhol
Rodrigo Guedes *Executive Director, Corporate Finance*	▪ Rodrigo Guedes juntou-se ao Santander em 2007 e atualmente é responsável pelos setores de Autopeças, Aviação, Cimento, Educação e Papel e Celulose na equipe de *Corporate Finance*. Anteriormente, foi responsável pelos setores de Agronegócio, Aviação, Indústria e TMT. O Sr. Guedes tem 16 anos de experiência em fusões e aquisições e ofertas de ações no Brasil e na América Latina, tendo completado com sucesso mais de 30 transações por um valor aproximado de US$ 35 bilhões. Antes de trabalhar no Santander, trabalhou no *Corporate Finance* do ABN AMRO, no *Investment Banking* da Brookfield Financial (Banco Brascan) e no *M&A* da Coopers&Lybrand. Iniciou sua carreira na área internacional da corretora FonteCindam e em marketing e vendas na Bayer Animal Health nos EUA ▪ Bacharel em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e tem especializações em finanças, incluindo o *In-House* MBA *program* do IBMEC-SP. É fluente em Português e Inglês e detém conhecimentos de Espanhol e Francês
Pol Font *Vice President, Corporate Finance*	▪ Pol Font juntou-se ao time de *Corporate Finance* do Santander no Brasil em agosto de 2010. Anteriormente, Pol trabalhou por mais de 2 anos e meio no time de M&A do Santander em Madrid. Pol também trabalhou como estagiário na área de Fundos de Investimentos do Banque Privée Edmond de Rothschild em Genebra ▪ Bacharel em Administração de Empresas pela ESADE (Barcelona) e cursou Master of Science in Finance and Investments na Rotterdam School of Management - Erasmus University (Roterdã)
Gustavo Duarte *Associate, Corporate Finance*	▪ Gustavo Duarte juntou-se ao time de *Corporate Finance* do Banco Santander no Brasil em 2013. Anteriormente, Gustavo trabalhou como *associate* na Integra Associados Reestruturação Empresarial e como analista na equipe de Desenvolvimento Corporativo do Banco Santander no Brasil ▪ Bacharel em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

3. Escopo da Avaliação

UNISEB
Visão geral

Histórico da UNISEB

- Iniciou suas atividades há 50 anos no Ensino Básico e atuou com marcas como COC, Pueri Domus, Dom Bosco, entre outras
- Iniciou as atividades no Ensino Superior em 1999
- Lançamento da modalidade de ensino a distância em 2006
- Grupo fez o IPO em 2007 e adquiriu Dom Bosco em 2008
- Venda dos Sistema de Ensino para Pearson e fechamento do capital em 2010
- Portfólio do Ensino Superior:
  - 23 cursos presenciais
  - 19 cursos a distância
  - 33 programas de pós graduação, 15 de pós graduação/MBA em parceria com a FGV e 107 de extensão (totalmente online)
- Reconhecimento da qualidade:
  - Selo OAB para o curso de Direito em 2010
  - Ensino a Distancia da UNISEB por dois anos consecutivos (2011 e 2012) entre os 10 melhores do país, de acordo com pesquisa de satisfação da ABED





Ativos adquiridos na Transação

UNISEB INTERATIVO

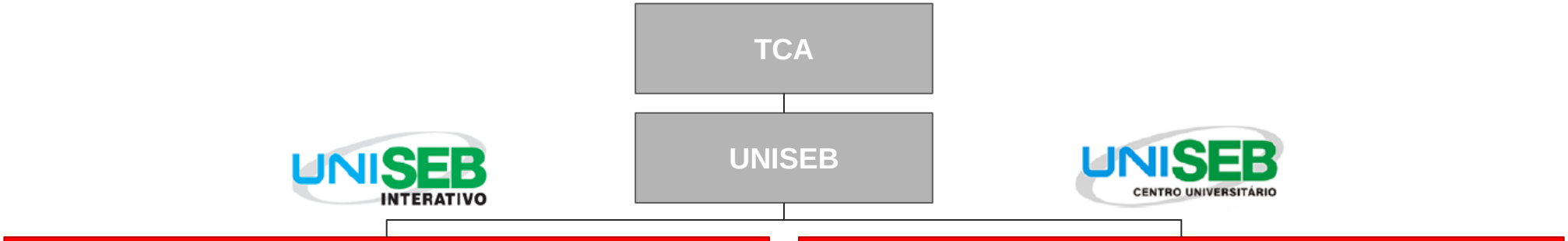
UNISEB CENTRO UNIVERSITÁRIO

Fonte: Estácio

Escopo da Avaliação

O escopo deste Laudo de Avaliação engloba a avaliação pelo critério econômico-financeiro da TCA, controladora da UNISEB

Estrutura da Unidade de Negócio Adquirida pela Estácio



EaD

UNISEB Interativo [1]

- Oferecido pelo Centro Universitário UNISEB (IGC 3)
- 111 pólos ativos
- 29,2 mil alunos de graduação e 5,3 mil de pós graduação
- Pólos com capacidade ociosa (expectativa de melhora na taxa de utilização)
- Ticket médio: BRL 172

Presencial

Centro Universitário UNISEB [1]

- Localizado em Ribeirão Preto (IGC 3)
- 1 campus
- 2,1 mil alunos de graduação
- Excelente infraestrutura
- Ticket médio *premium*: BRL 979

Parceria com Fundação Getulio Vargas ("FGV") [1]

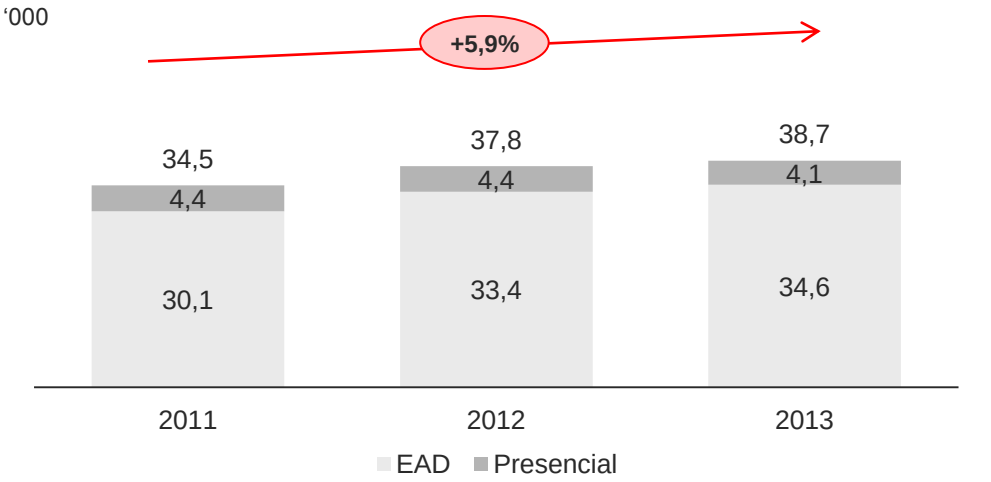
- Parceria na pós graduação com a FGV
- 2,0 mil alunos de pós graduação
- Dupla chancela no curso de administração (graduação)
- Ticket Médio: BRL 613

(1) Informações de pólos, campi, alunos e ticket médio referentes ao ano de 2013
Fonte: Estácio

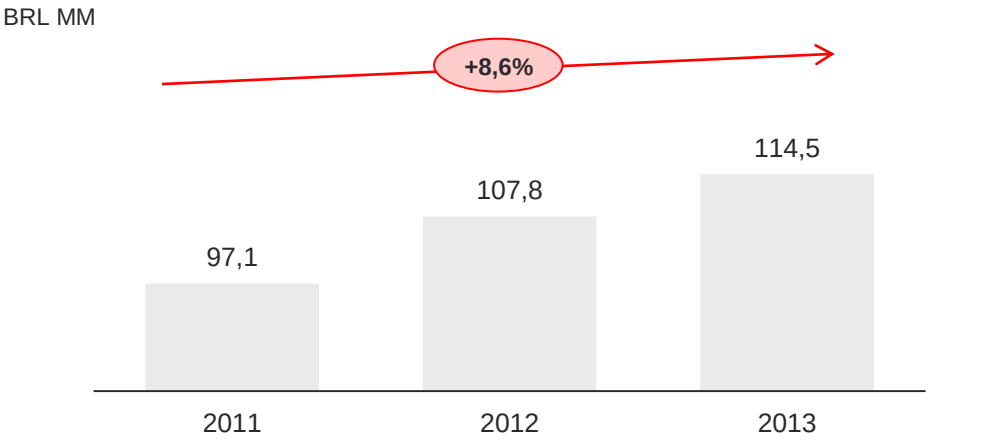
Escopo da Avaliação (cont.)

Principais indicadores operacionais e financeiros dos negócios da UNISEB adquiridos pela Estácio

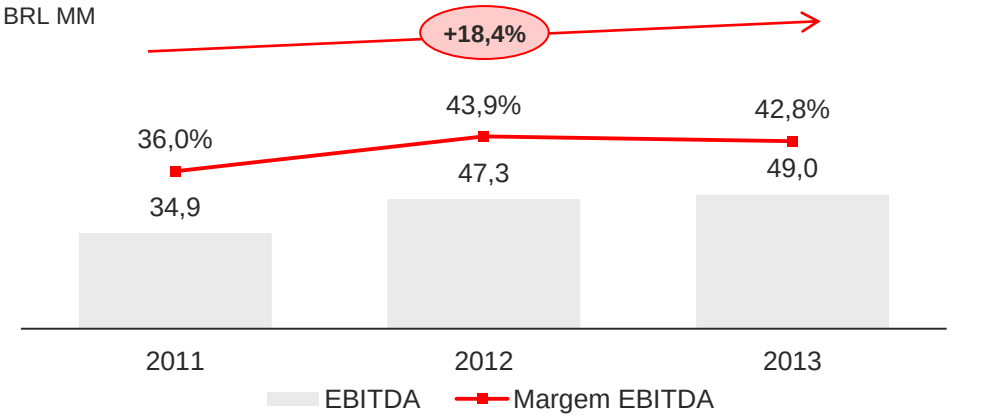
Base de Alunos – Graduação e Pós-Graduação



Receita Líquida



EBITDA e Margem EBITDA



Estácio + UNISEB (pro-forma 2013)

BRL MM	Estácio	UNISEB	Estácio + UNISEB
Receita líquida	1.731,0	114,5	1.845,5
Lucro bruto	694,5	57,1	751,6
Margem bruta	*40,1%*	*49,9%*	*40,7%*
EBITDA	320,3	49,0	369,3
Margem EBITDA	*18,5%*	*42,8%*	*20,0%*
Lucro líquido	244,7	31,9	276,6
Margem líquida	*14,1%*	*27,9%*	*15,0%*

Fonte: Estácio

4. Avaliação da TCA

Metodologias de Avaliação

Descrição das Metodologias de Avaliação utilizadas no Laudo

Metodologia	Descrição e Informações Utilizadas	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado	▪ Análise fundamentalista com base em projeções econômico-financeiras de longo prazo da UNISEB ▪ Análise suportada por plano de negócios de longo prazo desenvolvido, revisado e aprovado pela administração da Contratante	▪ Reflete as melhores estimativas da administração da Contratante quanto ao desempenho financeiro futuro (*stand-alone*) esperado para a UNISEB ▪ Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo ▪ Identifica os principais fatores de criação de valor e permite mensurar a sensibilidade do valor a cada um desses fatores ▪ Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas
Avaliação por Múltiplos de Negociação	▪ Avaliação com base nos múltiplos implícitos de empresas comparáveis listadas em bolsa ▪ Preços de mercado refletem as expectativas dos investidores a respeito da performance futura da indústria ▪ Múltiplos aplicados sobre resultados históricos e/ou projetados da UNISEB	▪ Metodologia simples e amplamente utilizada ▪ Assume que a companhia a ser avaliada apresenta perspectivas de crescimento, eficiência operacional, custo de capital etc. semelhantes aos das companhias comparáveis ▪ Dificuldade de obtenção de companhias realmente comparáveis
Avaliação por Múltiplos de Transação	▪ Avaliação com base nos múltiplos de transação de fusões e aquisições de companhias o mais comparáveis possíveis ▪ Reflete fatores como prêmio de controle, valor estratégico e demanda/oferta ▪ Múltiplos aplicados sobre resultados históricos e/ou projetados da UNISEB	▪ Metodologia simples e amplamente utilizada ▪ Limitação de informações sobre aspectos específicos das transações, como avaliações subjetivas, sinergias, *escrow accounts*, condições de pagamento, entre outros ▪ Reflete as condições de mercado e da indústria, bem como o posicionamento das partes e suas motivações no momento da transação ▪ Dificuldade de obtenção de transações realmente comparáveis e informações completas

Santander favoreceu a metodologia de fluxo de caixa descontado por acreditar que esta é a que melhor captura o desempenho futuro da UNISEB, em linha com as melhores estimativas da administração da Contratante

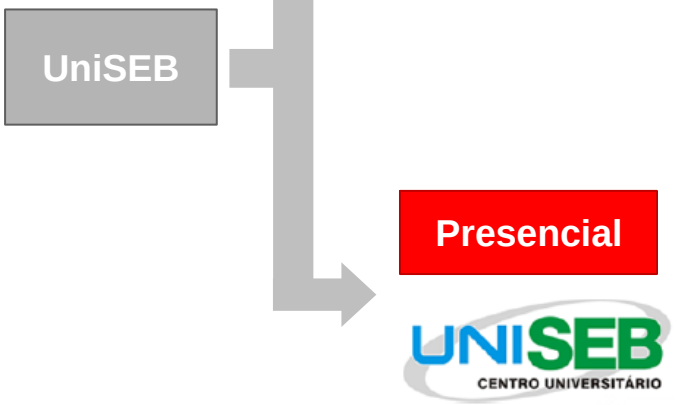
4. Avaliação da TCA

Fluxo de Caixa Descontado

Ativos Avaliados por Fluxo de Caixa Descontado

Para a análise de FCD, o Santander utilizou projeções econômico-financeiras para cada uma das operações detidas pela UNISEB

Operações Avaliadas por FCD



UNISEB Interativo [1]

- Oferecido pelo Centro Universitário UNISEB (IGC 3)
- 111 pólos ativos
- 29,2 mil alunos de graduação e 5,3 mil de pós graduação
- Pólos com capacidade ociosa (expectativa de melhora na taxa de utilização)
- Ticket médio: BRL 172

Centro Universitário UNISEB [1]

- Localizado em Ribeirão Preto (IGC 3)
- 1 campus
- 2,1 mil alunos de graduação
- Excelente infraestrutura
- Ticket médio *premium*: BRL 979

Parceria com FGV [1]

- Parceria na pós graduação com a FGV
- 2,0 mil alunos de pós graduação
- Dupla chancela no curso de administração (graduação)
- Ticket Médio: BRL 613

(1) Informações de pólos, campi, alunos e ticket médio referentes ao ano de 2013
Fonte: Estácio

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

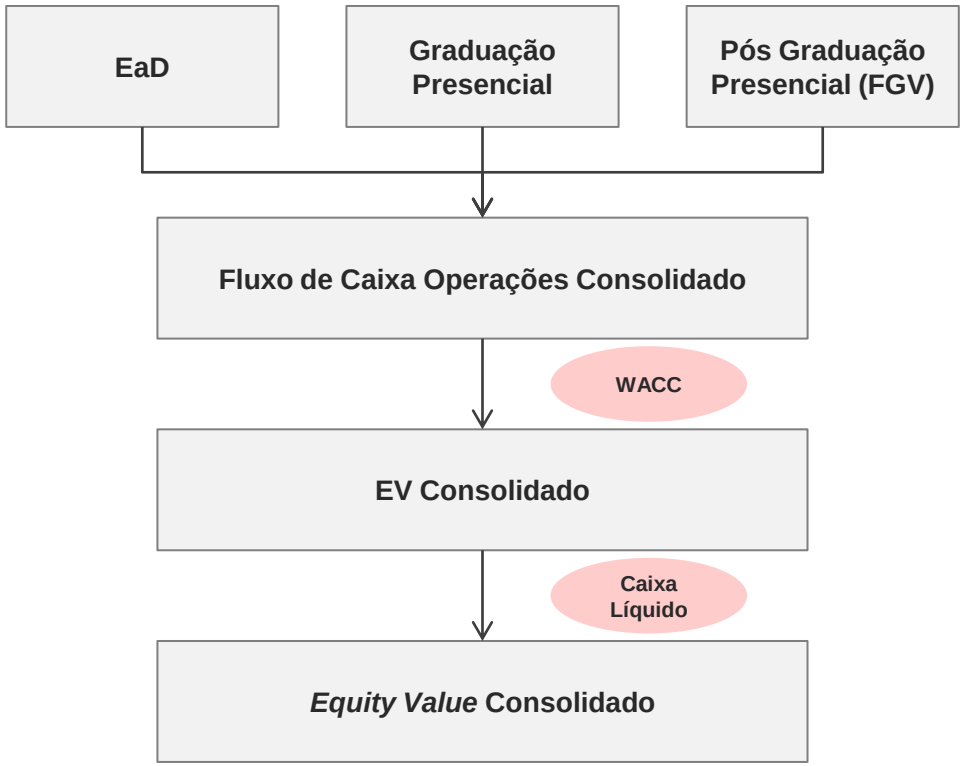
Visão geral dos critérios adotados na avaliação

Descrição

- A metodologia do FCD consiste em calcular o valor de uma empresa como o valor presente dos seus respectivos fluxos de caixa livres futuros, descontados por uma taxa que representa seu custo médio ponderado de capital ("WACC")
- Para a análise de FCD, o Santander utilizou projeções econômico-financeiras para cada uma das operações da UNISEB:
  - O fluxo de caixa livre para a firma foi obtido a partir do Plano de Negócios desenvolvido, revisado e aprovado pela administração da Contratante para o período de 2014 a 2020
  - O Plano de Negócios baseia-se na consolidação dos fluxos projetados para cada uma das operações, conforme apresentadas na página anterior
- Para o cálculo do ponto médio da avaliação, utilizou-se uma taxa de desconto (WACC), em Reais nominais, tomando como base parâmetros de mercado e informações de empresas comparáveis à UNISEB
- Os fluxos de caixa foram descontados à data-base de 31 de dezembro de 2013

Fluxos de Caixa Avaliados

- Para a avaliação do FCD agrupou-se as projeções fornecidas no Plano de Negócios da Companhia



Taxa de Desconto - WACC

WACC em Reais nominais

Custo de Capital Próprio (Ke)		
Taxa Livre de Risco	2,69%	- Retorno médio do bond de 10 anos dos EUA (últimos 90 dias)
Prêmio de Risco de Mercado	6,70%	- Spread entre o retorno do S&P-500 e o retorno dos títulos de longo prazo do governo americano de 1926 a 2012 (Ibbotson 2013 [1])
Prêmio de Tamanho	1,85%	- Prêmio em função do porte da UNISEB com base no relatório Ibbotson 2013 (*Risk Premia Over Time Report*)
Beta Desalavancado	0,72	- Média dos betas desalavancados de empresas comparáveis [2] (5 anos semanais)
Alíquota Imposto	6,78%	- Alíquota de imposto de renda de longo prazo informado pela Contratante, considerando especificidades do setor de educação (PROUNI)
Alavancagem Alvo - D/E	2,04%	- Alavancagem média de empresas comparáveis [3]
Beta Alavancado	0,74	- Média dos betas desalavancados de empresas comparáveis [2] ajustado pela alavancagem alvo
Ke, USD Nominal	**9,49%**	
Prêmio de Risco País	2,28%	- Risco Brasil (média últimos 90 dias para JPMorgan Brazil EMBI+)
Ke, USD Nominal Ajustado Brasil	**11,77%**	
Inflação Brasil	5,00%	- Projeção de inflação de longo prazo para o Brasil (Santander)
Inflação EUA	2,00%	- Projeção de inflação de longo prazo para os EUA (Santander)
Diferencial de Inflação	2,94%	- Diferencial entre as projeções de inflação de longo prazo para Brasil e EUA
Ke, BRL Nominal	**15,06%**	

Custo de Dívida (Kd)		
Kd, USD Pré-Imposto	7,87%	- Custo médio de dívida pré-imposto de empresas comparáveis [3] em dólares
Alíquota Imposto	6,78%	- Alíquota de imposto de renda de longo prazo informado pela Contratante, considerando especificidades do setor de educação (PROUNI)
Kd, USD Pós-Imposto	**7,34%**	
Diferencial de Inflação	2,94%	- Diferencial entre as projeções de inflação de longo prazo para Brasil e EUA
Kd, BRL Pós-Imposto	**10,49%**	

WACC		
Alavancagem Alvo - D/(D+E)	2,00%	- Alavancagem média de empresas comparáveis [3]
Alavancagem Alvo - E/(D+E)	98,00%	- Alavancagem média de empresas comparáveis [3]
WACC, USD nominal Ajustado Brasil	**11,68%**	
Diferencial de Inflação	2,94%	- Diferencial entre as projeções de inflação de longo prazo para Brasil e EUA
WACC, BRL nominal	**14,97%**	

(1) *International Cost of Capital Report*
(2) Anhanguera, Kroton e Estácio
(3) Anhanguera, Kroton, Estácio, Anima e Ser Educacional
Fonte: Bloomberg, Ibbotson 2013, Santander (projeções macroeconômicas em 05/05/2014)

Principais Premissas Adotadas na Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Premissas macroeconômicas e operacionais

Premissas da Avaliação	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	CAGR 13-20E
Macroeconômicas										
Inflação (IPCA) - Santander	5,8%	5,9%	6,5%	6,5%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	**n.a.**
Operacionais										
Base de Alunos (unidade)		**38.685**	**43.076**	**50.915**	**56.115**	**61.213**	**67.027**	**72.755**	**78.991**	**10,7%**
Uniseb - EaD		34.564	36.793	43.133	48.736	54.144	59.723	65.185	71.250	10,9%
Uniseb - Presencial		2.129	3.946	5.550	5.088	4.744	4.939	5.166	5.297	13,9%
FGV		1.991	2.338	2.231	2.291	2.324	2.365	2.404	2.444	3,0%
Mensalidade Média (BRL)		**239**	**278**	**313**	**336**	**352**	**367**	**384**	**395**	**7,4%**
Uniseb - EaD		172	191	206	222	234	246	258	271	6,7%
Uniseb - Presencial		979	935	1.019	1.212	1.438	1.611	1.762	1.839	9,4%
FGV		613	662	700	748	787	826	867	910	5,8%
Despesa de Pessoal (% da Receita Líquida [1])		**27,4%**	**26,9%**	**26,7%**	**25,1%**	**23,4%**	**23,0%**	**23,0%**	**22,8%**	**n.a.**
Uniseb - EaD		25,9%	24,6%	22,3%	20,0%	17,7%	17,1%	17,1%	17,1%	n.a.
Uniseb - Presencial		41,0%	40,2%	39,5%	38,7%	38,0%	37,8%	37,8%	37,8%	n.a.
FGV		8,6%	8,3%	8,2%	8,0%	7,9%	7,8%	7,8%	7,8%	n.a.
SG&A (% da Receita Líquida [1])		**29,7%**	**33,2%**	**31,8%**	**32,1%**	**32,4%**	**32,1%**	**31,7%**	**31,6%**	**n.a.**
Uniseb - EaD		27,0%	33,3%	34,4%	34,8%	35,1%	34,8%	34,5%	34,2%	n.a.
Uniseb - Presencial		18,2%	19,3%	17,9%	18,3%	18,9%	18,9%	18,6%	18,6%	n.a.
FGV		65,4%	63,3%	63,6%	63,7%	63,9%	63,9%	63,9%	63,8%	n.a.
Capex (% da Receita Líquida [1])			**11,7%**	**10,4%**	**9,3%**	**8,2%**	**7,1%**	**7,2%**	**7,2%**	**n.a.**
Uniseb - EaD			14,3%	12,9%	11,4%	10,0%	8,6%	8,6%	8,6%	n.a.
Uniseb - Presencial			8,0%	7,3%	6,5%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%	n.a.
FGV			8,0%	7,3%	6,5%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%	n.a.

(1) No caso da operação de EaD a receita líquida já considera dedução referente ao repasse
Fonte: Estácio e Santander (projeções macroeconômicas em 05/05/2014)

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Com base na metodologia de FCD o *Enterprise* Value da TCA foi avaliado entre BRL 907 milhões e BRL 1.003 milhões

Resumo da Avaliação

BRL MM	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	Perpetuidade
Receita Líquida	107,8	114,5	144,8	190,8	231,4	264,0	302,3	344,1	384,1	403,3
Custos e Despesas	(60,4)	(65,5)	(87,0)	(111,5)	(132,3)	(147,4)	(166,6)	(188,3)	(208,9)	(219,4)
EBITDA	**47,3**	**49,0**	**57,8**	**79,3**	**99,1**	**116,5**	**135,7**	**155,8**	**175,1**	**183,9**
Margem EBITDA	*43,9%*	*42,8%*	*39,9%*	*41,5%*	*42,8%*	*44,2%*	*44,9%*	*45,3%*	*45,6%*	*45,6%*
Depreciação	(7,2)	(8,2)	(9,8)	(11,7)	(13,7)	(15,8)	(17,8)	(20,1)	(17,1)	(17,9)
EBIT	**40,1**	**40,8**	**48,0**	**67,6**	**85,4**	**100,8**	**117,9**	**135,7**	**158,1**	**166,0**
Margem EBIT	*37,2%*	*35,6%*	*33,1%*	*35,4%*	*36,9%*	*38,2%*	*39,0%*	*39,4%*	*41,2%*	*41,2%*
(-) Impostos [1]			(3,9)	(5,0)	(6,2)	(7,1)	(8,2)	(9,3)	(10,7)	(11,3)
(+/-) Variação no Capital de Giro			(3,4)	(6,9)	(5,5)	(4,2)	(5,5)	(6,1)	(5,6)	-
(+) Depreciação			9,8	11,7	13,7	15,8	17,8	20,1	17,1	17,9
(-) Capex			(17,0)	(19,8)	(21,6)	(21,8)	(21,6)	(24,6)	(27,7)	(17,9)
Fluxo de Caixa Livre			**33,6**	**47,5**	**65,9**	**83,4**	**100,5**	**115,8**	**131,1**	**154,7**
VP Fluxo de Caixa Livre			**31,3**	**38,5**	**46,5**	**51,2**	**53,7**	**53,8**	**53,0**	**627,1**

Enterprise Value		
WACC	**14,97%**	
Crescimento na Perpetuidade	**5,00%**	
Valor Presente Fluxo Projetado	328,0	34,3%
Valor Presente Perpetuidade	627,1	65,7%
Enterprise Value	**955,1**	**100,0%**

Múltiplos Implícitos	**2013**	**2014E**	**2015E**
EV / Aluno (BRL)	**24.689**	**22.172**	**18.759**
EV / EBITDA	**19,5x**	**16,5x**	**12,1x**

Intervalo de Valores [2]	**Limite Inferior**	**Valor Central**	**Limite Superior**
EV (BRL MM)	**907,2**	**955,1**	**1.003,0**

- O fluxo de caixa apresentado acima é a consolidação das projeções econômico-financeiras de cada uma das operações da UNISEB
- A Perpetuidade considera a premissa de que, no longo prazo, o WACC é igual ao ROIC e, portanto, a taxa de crescimento não gera valor. Neste sentido, considerou-se a manutenção do capital investido (Depreciação = Investimentos em CAPEX e, neste caso, Capital de Giro) e fluxos de caixa constantes em termos reais (g = inflação, ou seja, g é igual a zero em termos reais)

(1) Imposto de Renda Pessoa Jurídica ("IRPJ") e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido ("CSSL") ponderado, considerando 5,5% para EaD e Graduação Presencial (conforme informado pela Contratante) e 34,0% para Pós Graduação Presencial (FGV)
(2) Intervalo de valores construído aplicando variações de +/- 5% no *Equity Value*

Equity Value da TCA

Com base no Plano de Negócios para a UNISEB, o Santander avaliou o *Equity Value* da TCA entre BRL 910 milhões e BRL 1.005 milhões

Sumário da Avaliação	BRL MM
Enterprise Value	**955,1**
(+) Caixa Líquido [1]	2,4
(-) Demais Ajustes	0,0
Equity Value	**957,4**

Intervalo de Valores [2]	Limite Inferior	Valor Central	Limite Superior
Equity Value (BRL MM)	**909,6**	**957,4**	**1.005,3**

O *Equity Value* da TCA é igual ao Equity Value da UNISEB, uma vez que a TCA não possui qualquer ativo ou passivo operacional ou não operacional, nem quaisquer receitas, custos ou despesas que possam ser considerados relevantes para fins da Avaliação, exceto as ações ou quotas da UNISEB

(1) Foi considerado o caixa líquido de BRL 2.350 mil
(2) Intervalo de valores construído aplicando variações de +/- 5% no *Equity Value*

4. Avaliação da TCA

Múltiplos de Negociação

Múltiplos de Negociação

Múltiplos de negociação das empresas comparáveis selecionadas

Companhia	País	Market Cap (BRL MM)	EV (BRL MM)	Alunos (Unidade)	EV/Aluno (BRL)	EV / EBITDA			P / E		
					2013	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
Anima Educação	Brasil	2.320	2.045	46.398	44.065	24,5x	15,4x	11,4x	42,6x	17,4x	13,7x
Anhanguera Educacional	Brasil	6.989	7.616	425.850	17.884	20,5x	16,7x	13,1x	37,8x	26,9x	19,5x
Kroton Educacional	Brasil	15.101	15.373	518.508	29.649	22,9x	15,6x	12,6x	29,6x	19,2x	14,7x
SER Educacional	Brasil	2.685	2.511	98.813	25.407	16,3x	11,9x	9,6x	23,4x	15,6x	12,4x
Estácio Participações	Brasil	7.890	7.460	315.700	23.630	22,0x	15,9x	11,9x	30,3x	20,1x	15,4x
Média Excluindo Estácio					**29.251**	**21,0x**	**14,9x**	**11,6x**	**33,3x**	**19,8x**	**15,1x**
Mediana Excluindo Estácio					**27.528**	**21,7x**	**15,5x**	**12,0x**	**33,7x**	**18,3x**	**14,2x**
Média Geral					**28.127**	**21,2x**	**15,1x**	**11,7x**	**32,7x**	**19,8x**	**15,1x**
Mediana Geral					**25.407**	**22,0x**	**15,6x**	**11,9x**	**30,3x**	**19,2x**	**14,7x**

Fonte: Reuters, Bloomberg em 13/05/2014

Santander GLOBAL BANKING & MARKETS

Avaliação por Múltiplos de Negociação

Com base na metodologia de múltiplos de negociação o *Equity Value* da TCA foi avaliado entre BRL 953 milhões e BRL 1.053 milhões

		Enterprise Value (BRL MM)	*Equity Value* (BRL MM) [1]			Múltiplos implícitos no valor Médio sobre '13	
			Mínimo	Médio	Máximo	EV / EBITDA	EV / Aluno
1 Múltiplos EV / Aluno	2013	1.033,6 — 1.142,6	1.035,9	1.090,4	1.145,0	22,2x	28.127
2 Múltiplos EV / EBITDA	2013	988,1 — 1.092,4	990,5	1.042,6	1.094,7	21,2x	26.890
	2014E	829,3 — 916,9	831,7	875,5	919,2	17,8x	22.570
Intervalo Médio		**950,3 — 1.050,6**	**952,7**	**1.002,8**	**1.053,0**	**20,4x**	**25.862**

Comentários

- Metodologia baseada em comparáveis de mercado
- *Enterprise Value* resulta de aplicar múltiplos EV/EBITDA e EV/Aluno dos comparáveis selecionados ao EBITDA e à base de alunos da UNISEB
- Intervalo médio construído a partir da média dos pontos médios de *Enterprise Value*
- Assume um total de ajustes de *Enterprise Value* para *Equity Value* para a UNISEB de BRL 2,4 milhões (caixa líquido)

O *Equity Value* da TCA é igual ao *Equity Value* da UNISEB, uma vez que a TCA não possui qualquer ativo ou passivo operacional ou não operacional, nem quaisquer receitas, custos ou despesas que possam ser considerados relevantes para fins da Avaliação, exceto as ações ou quotas da UNISEB

(1) Intervalo de valores construído aplicando variações de +/- 5% no *Equity Value*
Fonte: Santander, Reuters, Bloomberg

Santander GLOBAL BANKING & MARKETS

4. Avaliação da TCA

Múltiplos de Transação

Múltiplos de Transação

Múltiplos de transações comparáveis selecionadas

Data Anúncio	Alvo	Comprador	Participação	Equity Value (BRL MM)	Dívida Líquida (BRL MM)	EV (BRL MM)	Alunos (Unidade)	EBITDA (BRL MM)	Lucro Líquido (BRL MM)	EV/Aluno (BRL)	EV/EBITDA	P/E
23/8/2013	FMU	Laureate	100%	n.a.	n.a.	1.000	68.000	80	n.a.	14.706	12,6x[1]	n.a.
9/5/2013	Unifran	Unicsul	100%	n.a.	n.a.	120	20.000	n.a.	n.a.	6.000	n.a.	n.a.
14/1/2013	Juspodium	Anhanguera	100%	18	0	18	3.100	n.a.	3	5.806	n.a.	7,2x [1]
29/5/2012	Uniasselvi	Kroton	100%	510	0	510	86.241	39	33	5.914	13,2x[2]	15,3x[2]
27/4/2011	Unirondon	Kroton	100%	28	30	58	5.470	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
15/12/2011	UNOPAR	Kroton	100%	1.300	0	1.300	161.900	n.a.	n.a.	8.030	n.a.	n.a.
21/9/2011	USE	Kroton	100%	5	2	7	1.302	n.a.	n.a.	5.376	n.a.	n.a.
18/9/2011	Grupo UNIBAN	Anhanguera	100%	392	-9	383	55.100	n.a.	n.a.	6.943	n.a.	n.a.
28/7/2011	Luiz Rosa	Anhanguera	100%	3	2	5	1.000	n.a.	n.a.	4.950	n.a.	n.a.
27/7/2011	UNIFEC	Anhanguera	100%	49	6	56	9.000	n.a.	n.a.	6.221	n.a.	n.a.
14/7/2011	UEVV	Kroton	100%	8	0	8	1.486	n.a.	n.a.	5.384	n.a.	n.a.
25/5/2011	CEAMA	Kroton	100%	24	19	43	5.007	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
18/5/2011	ESN	Anhanguera	100%	34	7	40	6.713	n.a.	n.a.	6.000	n.a.	n.a.
29/4/2011	AESE	Anhanguera	100%	22	17	39	6.480	n.a.	n.a.	6.018	n.a.	n.a.
1/4/2011	Grupo Anchieta	Anhanguera	100%	75	0	75	12.276	n.a.	n.a.	6.093	n.a.	n.a.
3/3/2011	Uirapuru & Imap	Anhanguera	100%	5	0	5	1.509	n.a.	n.a.	3.359	n.a.	n.a.
Média										**6.486**	**12,9x**	**11,2x**
Mediana										**6.000**	**12,9x**	**11,2x**

(1) EBITDA e/ou lucro líquido estimado para o ano de 2013
(2) EBITDA e/ou lucro líquido realizado no ano de 2011
Fonte: Reuters, Bloomberg, Factset, Santander Equity Research, informações públicas

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

Avaliação por Múltiplos de Transação

Com base na metodologia de múltiplos de transação o *Equity Value* da TCA foi avaliado entre BRL 518 milhões e BRL 572 milhões

		Enterprise Value (BRL MM)	*Equity Value* (BRL MM) [1]			Múltiplos implícitos no valor Médio sobre '13	
			Mínimo	Médio	Máximo	EV / EBITDA	EV / Aluno
1 Múltiplos EV / Aluno	2013	238,2 – 263,6	240,6	253,3	265,9	5,1x	6.486
2 Múltiplos EV / EBITDA	2013	599,9 – 663,3	602,2	633,9	665,6	12,9x	16.326
	2014E	707,4 – 782,1	709,7	747,1	784,4	15,2x	19.251
Intervalo Médio		**515,2 – 569,6**	**517,5**	**544,8**	**572,0**	**11,1x**	**14.021**

Comentários

- Metodologia baseada em transações comparáveis
- *Enterprise Value* resulta de aplicar múltiplos EV/EBITDA e EV/Aluno das transações comparáveis selecionados ao EBITDA e à base de alunos da UNISEB
- Intervalo médio construído a partir da média dos pontos médios de *Enterprise Value*
- Assume um total de ajustes de *Enterprise Value* para *Equity Value* para a UNISEB de BRL 2,4 milhões (caixa líquido)
- **Considera-se que as transações recentes do setor de educação não são comparáveis**

O *Equity Value* da TCA é igual ao *Equity Value* da UNISEB, uma vez que a TCA não possui qualquer ativo ou passivo operacional ou não operacional, nem quaisquer receitas, custos ou despesas que possam ser considerados relevantes para fins da Avaliação, exceto as ações ou quotas da UNISEB

(1) Intervalo de valores construído aplicando variações de +/- 5% no *Equity Value*
Fonte: Santander, Reuters, Bloomberg, Factset, informações públicas

Santander GLOBAL BANKING & MARKETS

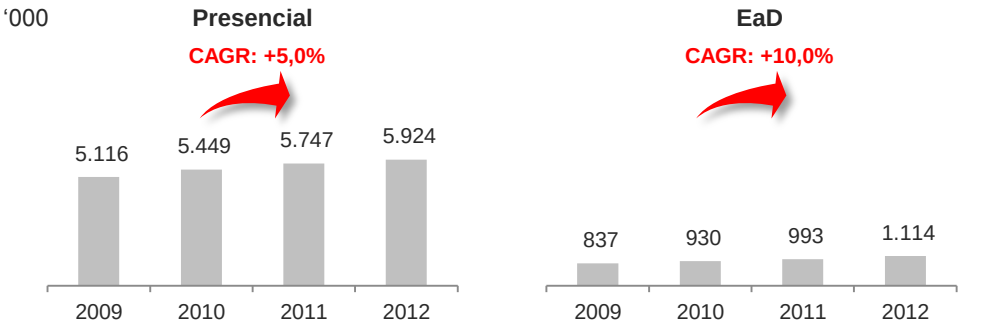
Considerações sobre a Avaliação por Múltiplos de Transação

Considera-se que a avaliação por múltiplos de transação não é adequada para avaliar TCA, pois as transações recentes do setor envolveram empresas com foco na operação presencial, enquanto a UNISEB possui foco na operação de EaD

Considerações

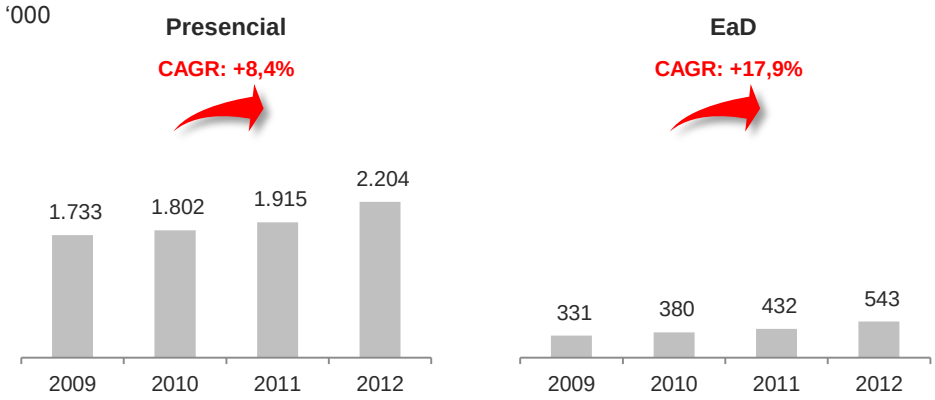
- Avaliação com base nos múltiplos de transação de fusões e aquisições de companhias comparáveis
- Dificuldade de obtenção de transações realmente comparáveis
  - Reflete fatores como prêmio de controle, valor estratégico, demanda/oferta, condições de mercado e da indústria, bem como o posicionamento das partes e suas motivações com a transação
  - Limitação de informações sobre aspectos das transações, como avaliações subjetivas, sinergias, *escrow accounts*, condições de pagamento
- No setor de educação há diferença relevante entre as operações presenciais e EaD, que apresentam crescimento e margens distintas

Matrículas no Mercado de Educação Superior [1]



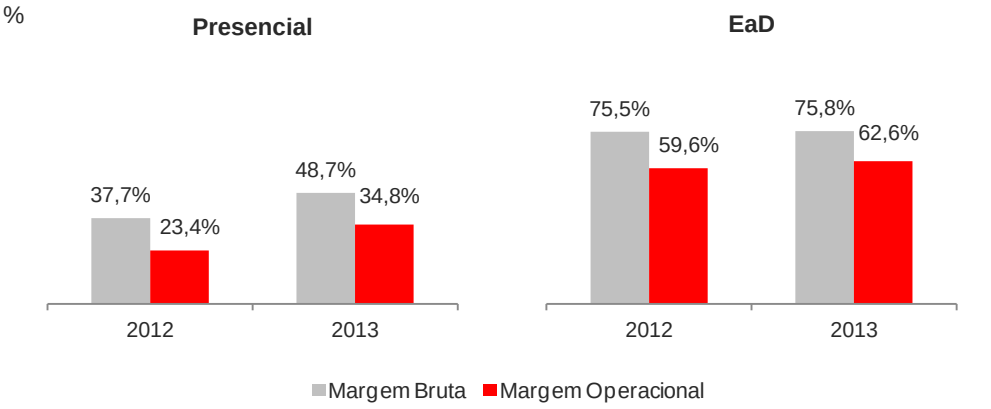
- **O número de matrículas na operação de EaD cresce a um ritmo mais acelerado quando comparado a operação Presencial**

Novos Entrantes no Mercado de Educação Superior [1]



- **O número de novos entrantes na operação de EaD cresce a um ritmo mais acelerado quando comparado a operação Presencial**

Margem Bruta e Margem Operacional de Comparável (Kroton)



- **A operação de EaD apresenta margens superiores a operação Presencial**

(1) Últimos dados de mercado disponibilizados pelo INEP
Fonte: Inep, Kroton, Santander

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

5. Anexo

a) Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

WACC

Descrição

- O WACC é determinado pela média ponderada dos custos de capital próprio e capital de terceiros da UNISEB
- Estimamos o WACC da UNISEB refletindo o risco-país, o custo da dívida e a capacidade de endividamento, de forma a determinar uma estrutura ótima de capital
- Esses custos são ponderados pelas respectivas proporções de capital próprio e capital de terceiros na estrutura de capital da UNISEB, de acordo com abaixo:

$$WACC = \left(\frac{E}{D+E}\right) \times Ke + \left(\frac{D}{D+E}\right) \times Kd$$

D : Valor da Dívida Líquida
E : Valor Econômico do Capital Próprio
Ke : Custo do Capital Próprio
Kd : Custo da Dívida depois de Impostos

- Nossos cálculos de custo do capital próprio são derivados da fórmula do CAPM:

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Z + S$$

Ke : Custo do Capital Próprio
Rf : Taxa de retorno de investimento livre de risco
Rm : Taxa de retorno do mercado de ações
Rm – Rf : Prêmio de risco de mercado
ß : Beta estimado, corresponde ao risco não diversificável de uma determinada empresa e medido pela correlação do seu retorno em relação ao retorno do mercado
Z : Risco país
S : Prêmio em função do porte e/ou liquidez da empresa

Fonte: Santander

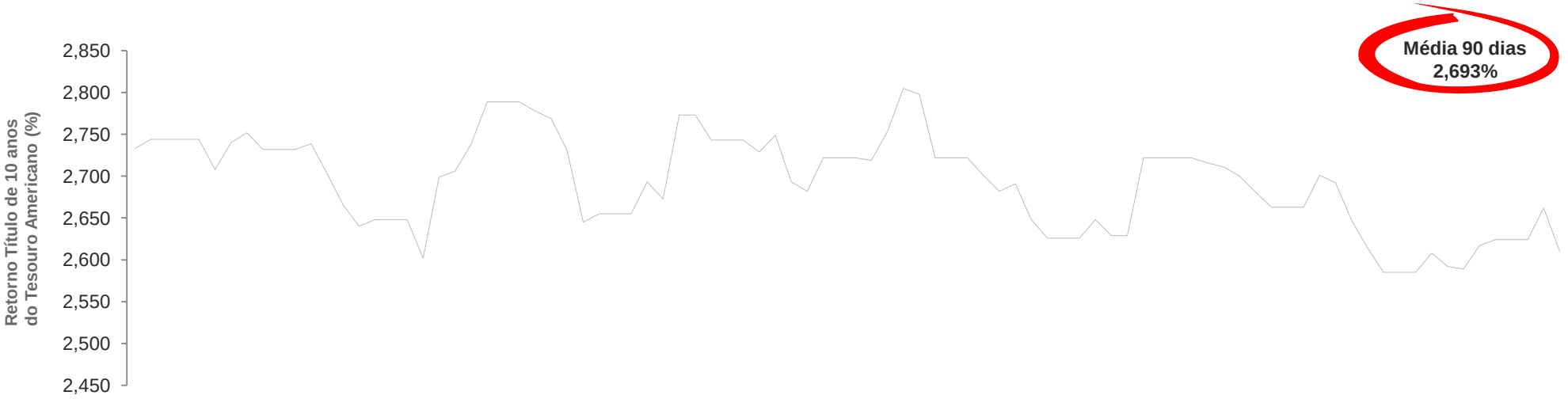
Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Taxa livre de risco (Rf)

Descrição

- Acreditamos que o rendimento dos títulos de dívida do governo norte-americano é a melhor estimativa para a taxa de retorno de um ativo livre de risco em dólares. Usamos o *Bond* norte-americano de 10 anos pelas seguintes razões:
  - É um título de renda fixa de longo prazo cujo rendimento reflete expectativas dos investidores quanto a rentabilidades futuras esperadas
  - O *Bond* de 10 anos, diferentemente de taxas de curto prazo, não é utilizado como instrumento de política monetária
- Utilizou-se a data de referencia: 13/05/2014

Retorno do *Bond* Americano – 90 dias (%)



Fonte: Santander e Bloomberg

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

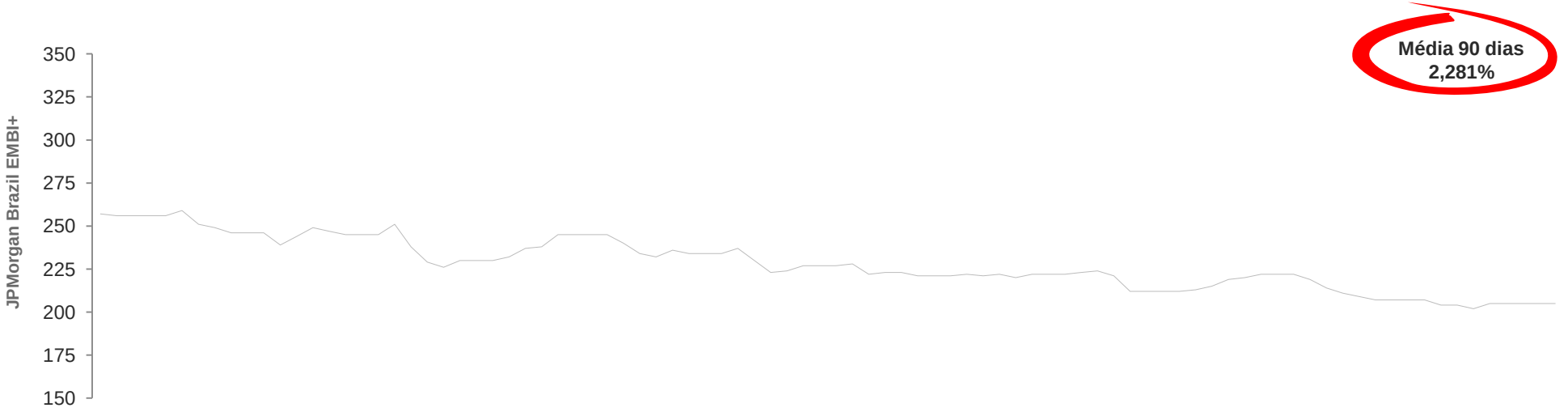
Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Risco país (Z)

Descrição

- Acreditamos que a melhor estimativa para o Risco País é o *spread* médio entre uma carteira diversificada de ativos brasileiros e os títulos do tesouro norte-americano (*US Treasury Bond*)
- Esse *spread* é a melhor representação do risco percebido pela comunidade internacional de investidores a qualquer data, diferentemente de classificações de risco-país que são ajustadas anualmente. Tal premissa se alinha com o fato de que o custo de capital de uma companhia deveria refletir, a qualquer momento, o custo de oportunidade do investidor de investir em ativos com risco similar a qualquer momento
- Utilizou-se o JPMorgan Brazil EMBI+ Brazil, o qual corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por títulos da dívida externa brasileira em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco
- Utilizou-se a data de referencia: 13/05/2014

Prêmio de Risco País – 90 dias (%)



Fonte: Santander e Bloomberg

Santander
GLOBAL BANKING & MARKETS

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Prêmio de risco de mercado (Rm – Rf)

Descrição

- O Prêmio de Risco de Mercado se refere ao retorno adicional exigido pelo investidor para compensar o maior grau de risco envolvido em investimentos em ações, vis-à-vis os investimentos em títulos do tesouro norte-americano, *US Treasury Bond* (investimento livre de risco)
- Uma estimativa do Prêmio de Risco de Mercado é a média histórica do *spread* entre o retorno do índice Standard & Poor's – 500 (S&P 500) e o retorno dos títulos de longo prazo do governo americano durante o período entre 1926 e 2012
- Preferimos uma abordagem histórica em detrimento de previsões do comportamento futuro, uma vez que não acreditamos que o Prêmio de Risco de Mercado seja previsível além de um período de três a quatro anos. Como o Prêmio de Risco de Mercado apresenta um comportamento aleatório, as informações históricas são consideradas as melhores estimativas para o futuro
- Utilizamos dados históricos desde 1926, visto que:
  - Neste período estão refletidos acontecimentos que impactaram o cenário econômico, tais como guerras, depressões e "booms", o que não aconteceria se utilizássemos períodos mais curtos
  - As variações do prêmio de risco são aleatórias. Sendo assim, utilizar dados históricos de longo prazo é considerada a melhor forma de se estimar o comportamento futuro
- Utilizou-se Prêmio de Risco de Mercado de **6,70%** (média aritmética do período 1926–2012)

Fonte: Ibbotson e Santander

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Definição do Beta (β)

Descrição

- O beta mede o risco de mercado/ risco sistemático/ risco não diversificável. É um coeficiente que pretende indicar em que medida a volatilidade dos preços das ações de uma companhia pode ser explicada pela volatilidade da carteira de mercado
- É calculado de acordo com uma regressão linear entre as séries de variações de preço de ações e as séries de variações da carteira de mercado (Índice)
- O beta é composto de risco financeiro e operacional. Para computar o risco operacional do negócio, o beta "completo" ($ß_L$) é desalavancado com base na estrutura de capital e na alíquota de imposto de renda e contribuição social de companhias comparáveis
- O beta desalavancado ($ß_U$) médio do conjunto de companhias comparáveis é posteriormente alavancado de acordo com a estrutura alvo de capital e na alíquota de imposto de renda e contribuição social estimados para a companhia avaliada

$$ß_U = ß_L / [1+(1 - \text{Alíquota Marginal de Impostos})*(\text{Dívida/Cap. Próprio})]$$

$$ß_L = ß_U * [1+(1 - \text{Alíquota Marginal de Impostos})*(\text{Dívida/Cap. Próprio})]$$

Fonte: Santander

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Cálculo do Beta (β)

Descrição

- O Santander acredita que a metodologia mais adequada para determinar o risco não diversificável da UNISEB é através de utilização do beta de mercado de empresas comparáveis atuantes no setor de educação no Brasil, já que, na opinião do avaliador, estas empresas são as que melhor refletem as características e particularidades do mercado de atuação da UNISEB e representam um universo amostral suficientemente relevante e diversificado
- Para o cálculo da média do beta desalavancado foram excluídas as empresas Anima Educação e Ser Educacional devido a falta de um histórico suficiente de informações disponíveis dado o recente IPO das companhias
- Foi considerado o beta em USD para o período de 5 anos com variação semanal

Comparáveis	País	Cap. de Mercado (BRL MM)	Dívida Líquida (BRL MM)	Alavancagem (D / E)	Alíquota Imposto	Beta Alavancado	Beta Desalavancado
Anima Educação	Brasil	2.320	-267	0,0%	1,3%	0,95	0,95
Anhanguera Educacional	Brasil	6.989	627	9,0%	7,5%	0,88	0,81
Kroton Educacional	Brasil	15.101	272	1,8%	4,9%	0,68	0,66
SER Educacional	Brasil	2.685	-174	0,0%	5,2%	0,27	0,27
Estácio Participações	Brasil	7.890	-430	0,0%	7,8%	0,70	0,70
Média Geral						**0,70**	**0,68**
Mediana Geral						**0,70**	**0,70**
Média Excluindo Anima e Ser Educacional						**0,75**	**0,72**
Mediana Excluindo Anima e Ser Educacional						**0,70**	**0,70**

Fonte: Bloomberg e demonstrações financeiras auditadas das companhias

5. Anexo

b) Glossário

Glossário

Termos utilizados

BRL	Sigla para denominar valores em Reais (R$)
CAGR	*Compound Annual Growth Rate*, equivalente a Taxa Composta de Crescimento Anual
CAPEX	*Capital Expenditures*, equivalente a investimentos de manutenção e expansão em ativos imobilizados
CAPM	*Capital Asset Pricing Model*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EaD	Ensino a Distância
EBIT	*Earnings Before Interest and Tax,* equivalente a lucro antes de juros e impostos (LAJIR)
EBITDA	*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, equivalente a lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA)
Enterprise Value	Valor econômico-financeiro total
Equity Value	Valor econômico-financeiro do capital próprio dos acionistas de uma empresa
EV	*Enterprise Value*, equivalente ao valor econômico financeiro total
FCD	Metodologia de avaliação com base em fluxos de caixa descontado
IGC	Índice Geral de Cursos
INEP	Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
Kd	Custo da Dívida
Ke	Custo de Capital Próprio
Market Cap	Equivalente a Capitalização de Mercado
MM	Abreviação para milhões
ROIC	*Return on Invested Capital*, equivalente a Retorno sobre Capital Investido
Stand Alone	Equivalente a independente
VP	Valor Presente
WACC	*Weighted Average Cost of Capital*, equivalente a Custo Médio Ponderado de Capital