



# Laudo de Avaliação

RJ-0239/12-03



**ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S/A**

**LAUDO:** RJ-0239/12-03

**DATA BASE:** 31 de março de 2012.

**SOLICITANTE:** ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S/A, sociedade anônima aberta com sede à Avenida Embaixador Abelardo Bueno, nº 199, Sala 601, bairro Barra da Tijuca, Cidade e Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 08.807.432/0001-10, doravante denominada ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES.

**OBJETO:** ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, anteriormente qualificada.

**OBJETIVO:** Determinação do valor econômico e do valor do patrimônio líquido contábil de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, pela abordagem da renda, através da projeção de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), para fins de atender o artigo 45 da Lei nº 6404/76 (Lei das S.A.).

## SUMÁRIO EXECUTIVO

A APSIS foi nomeada por ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES para determinação do valor econômico e do valor do patrimônio líquido contábil de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, para fins de atender o artigo 45 da Lei nº 6404/76 (Lei das S.A.).

No presente relatório, utilizamos a metodologia de rentabilidade futura para determinar o valor econômico de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES.

A metodologia de rentabilidade futura baseia-se na análise retrospectiva, projeção de cenários e em fluxos de caixa descontados. A modelagem econômico-financeira inicia-se com as definições das premissas macroeconômicas, de vendas, de produção, custos e investimentos da empresa ou unidade de negócio que está sendo avaliada. As premissas macroeconômicas utilizadas neste trabalho estão baseadas nas estimativas divulgadas pelo IBGE, BANCO CENTRAL, BNDES etc. As projeções de volume e preço de venda de serviços, custos e investimentos foram estimadas de acordo com o desempenho histórico de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES.

### ESTIMATIVAS

A partir do Fluxo de Caixa Líquido projetado da ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES para 05 anos, com base em um cenário conservador, e considerando perpetuidade a partir do ANO 06 de 5,0% a.a. nominal, descontamos estes valores ao valor presente, utilizando taxa de desconto nominal de 14,4% a.a.

### VALOR FINAL ENCONTRADO

O quadro a seguir apresenta o resumo do valor econômico de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, na data base de 31 de março de 2012:

taxa de retorno esperado	13,4%	<b>14,4%</b>	15,4%
taxa de crescimento perpetuidade	5,0%	<b>5,0%</b>	5,0%
<b>VALOR ECONÔMICO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)</b>			
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	740.438	<b>719.948</b>	700.298
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	2.167.361	<b>1.854.200</b>	1.604.963
<b>VALOR OPERACIONAL</b>	<b>2.907.799</b>	<b>2.574.148</b>	<b>2.305.261</b>
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(134.747)	<b>(134.747)</b>	(134.747)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	-	-	-
<b>VALOR ECONÔMICO (R\$ mil)</b>	<b>2.773.052</b>	<b>2.439.401</b>	<b>2.170.514</b>
QUANTIDADE DE AÇÕES	82.251.937	82.251.937	82.251.937
VALOR POR AÇÃO	R\$ 33,71	R\$ 29,66	R\$ 26,39

## ÍNDICE

1.	INTRODUÇÃO-----	4
2.	PRINCÍPIOS E RESSALVAS-----	5
3.	LIMITAÇÕES DE RESPONSABILIDADE-----	6
4.	METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO-----	7
5.	CARACTERIZAÇÃO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES-----	10
6.	AVALIAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO-----	11
7.	MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA-----	12
8.	CONCLUSÃO-----	19
9.	RELAÇÃO DE ANEXOS-----	20

## 1. INTRODUÇÃO

A APSIS CONSULTORIA EMPRESARIAL LTDA., doravante denominada APSIS, com sede na Rua da Assembleia, nº 35, 12º andar, Centro, na Cidade e Estado do Rio de Janeiro, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 27.281.922/0001-70, foi nomeada por ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES para determinar o valor econômico e do valor do patrimônio líquido contábil de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, pela abordagem da renda, através da projeção de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), para fins de atender o artigo 45 da Lei nº 6404/76 (Lei das S.A.).

Na elaboração deste trabalho foram utilizados dados e informações fornecidos por terceiros, na forma de documentos e entrevistas verbais com o cliente. As estimativas utilizadas neste processo estão baseadas nos documentos e informações, os quais incluem, entre outros, os seguintes:

- Balanço de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES na data base;
- Demonstrações financeiras de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES na data base;
- Projeções plurianuais de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES.

A equipe da APSIS responsável pela realização deste trabalho é constituída pelos seguintes profissionais:

- AMANDEEP GILL  
Supervisor de projetos
- AMILCAR DE CASTRO  
Diretor comercial  
Bacharel em Direito
- ANA CRISTINA FRANÇA DE SOUZA  
Sócia-diretora  
Engenheira civil, Pós-graduada em Ciências Contábeis (CREA/RJ 1991103043)
- ANTONIO LUIZ FEIJÓ NICOLAU  
Diretor operacional
- ANTÔNIO REIS SILVA FILHO  
Diretor  
Engenheiro civil, Mestrado em Administração de Empresas (CREA/SP 107.169)
- CARLOS MAGNO SANCHES  
Gerente de projetos
- ERIVALDO ALVES DOS SANTOS FILHO  
Contador (CRC/RJ 100990/O-1)
- FELLIPE F. ROSMAN  
Gerente de projetos
- JOÃO ARTHUR PAES DE MIRANDA SANTOS  
Gerente de projetos
- LUIZ PAULO CESAR SILVEIRA  
Diretor superintendente  
Engenheiro mecânico, Mestrado em Administração de Empresas (CREA/RJ 1989100165)
- MARCIA APARECIDA DE LUCCA CALMON  
Diretora Técnica (CRC/SP 143169-O4)
- MARGARETH GUIZAN DA SILVA OLIVEIRA  
Diretora  
Engenheira civil (CREA/RJ 1991103035)
- RENATA POZZATO CARNEIRO MONTEIRO  
Diretora superintendente
- RICARDO DUARTE CARNEIRO MONTEIRO  
Sócio-diretor  
Engenheiro civil, Pós-graduado em Engenharia Econômica (CREA/RJ 1975102453)
- SERGIO FREITAS DE SOUZA  
Diretor  
Economista (CORECON/RJ 23521-0)

## 2. PRINCÍPIOS E RESSALVAS

As informações a seguir são importantes e devem ser cuidadosamente lidas.

O Relatório objeto do trabalho enumerado, calculado e particularizado obedece criteriosamente os princípios fundamentais descritos a seguir:

- Os consultores não têm interesse, direto ou indireto, nas companhias envolvidas ou na operação, bem como não há qualquer outra circunstância relevante que possa caracterizar conflito de interesses.
- Os honorários profissionais da APSIS não estão, de forma alguma, sujeitos às conclusões deste Relatório.
- No melhor conhecimento e crédito dos consultores, as análises, opiniões e conclusões expressas no presente Relatório são baseadas em dados, diligências, pesquisas e levantamentos verdadeiros e corretos.
- Assumem-se como corretas as informações recebidas de terceiros, sendo que as fontes das mesmas estão contidas e citadas no referido Relatório.
- Para efeito de projeção, partimos do pressuposto da inexistência de ônus ou gravames de qualquer natureza, judicial ou extrajudicial, atingindo as empresas em questão, que não os listados no presente Relatório.
- O Relatório apresenta todas as condições limitativas impostas pelas metodologias adotadas, quando houver, que possam afetar as análises, opiniões e conclusões contidas no mesmo.
- O Relatório foi elaborado pela APSIS e ninguém, a não ser os seus próprios consultores, preparou as análises e correspondentes conclusões.
- A APSIS assume total responsabilidade sobre a matéria de Avaliações, incluindo as implícitas, para o exercício de suas honrosas funções, precipuamente estabelecidas em leis, códigos ou regulamentos próprios.
- O presente Relatório atende a especificações e critérios estabelecidos pelos *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (USPAP) e *International Valuation Standards Council* (IVSC), além das exigências impostas por diferentes órgãos, tais como: Ministério da Fazenda, Banco Central, Banco do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Regulamento do Imposto de Renda (RIR), Comitê Brasileiro de Avaliadores de Negócios (CBAN) etc.
- O controlador e os administradores das companhias envolvidas 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 conclusões contidas neste trabalho.

### 3. LIMITAÇÕES DE RESPONSABILIDADE

- Para elaboração deste Relatório a APSIS utilizou informações e dados de históricos auditados por terceiros ou não auditados, fornecidos por escrito pela administração da empresa ou obtidos das fontes mencionadas. Sendo assim, a APSIS assumiu como verdadeiros e coerentes os dados e informações obtidos para este Relatório e não tem qualquer responsabilidade com relação a sua veracidade.
- O escopo deste trabalho não incluiu auditoria das demonstrações financeiras ou revisão dos trabalhos realizados por seus auditores. Sendo assim, a APSIS não está expressando opinião sobre as demonstrações financeiras da Solicitante.
- Não nos responsabilizamos por perdas ocasionais à Solicitante e suas controladas, a seus sócios, diretores, credores ou a outras partes como consequência da utilização dos dados e informações fornecidos pela empresa e constantes neste Relatório.
- Nosso trabalho foi desenvolvido unicamente para o uso dos Solicitantes e seus sócios, visando ao objetivo já descrito. Portanto, este Relatório não deverá ser publicado, circulado, reproduzido, divulgado ou utilizado para outra finalidade que não a já mencionada, sem aprovação prévia e por escrito da APSIS.
- As análises e as conclusões contidas neste Relatório baseiam-se em diversas premissas, realizadas na presente data, de projeções operacionais futuras, tais como: preços, volumes, participações de mercado, receitas, impostos, investimentos, margens operacionais etc. Assim, os resultados operacionais futuros da empresa podem vir a ser diferentes de qualquer previsão ou estimativa contida neste Relatório, especialmente caso venha a ter conhecimento posterior de informações não disponíveis por ocasião da emissão do Laudo.
- Esta avaliação não reflete eventos e seus impactos, ocorridos após a data de emissão deste Laudo.
- A APSIS não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas nem por lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso indevido deste Laudo.
- Destacamos que a compreensão da conclusão deste Relatório ocorrerá mediante a sua leitura integral e de seus anexos, não devendo, portanto, extrair conclusões de sua leitura parcial, que podem ser incorretas ou equivocadas.

## 4. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

### PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL

Exame da documentação de suporte já mencionada, objetivando verificar uma escrituração feita em boa forma e obedecendo às disposições legais regulamentares, normativas e estatutárias que regem a matéria, de acordo com as "Práticas Contábeis Adotadas no Brasil".

Foram examinados os livros de contabilidade de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES e todos os demais documentos necessários à elaboração deste laudo, que foi realizado a partir do balanço de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, encerrado em 31 de março de 2012 (Anexo 2).

Apuraram os peritos que os ativos e os passivos de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES encontram-se devidamente contabilizados.

### ABORDAGEM DA RENDA: FLUXO DE CAIXA

Esta metodologia define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido futuro. Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada e etc.).

O período projetivo do fluxo de caixa líquido é determinado levando-se em consideração o tempo que a empresa levará para apresentar uma atividade operacional estável, ou seja, sem variações operacionais julgadas relevantes. O fluxo é então trazido a valor presente, utilizando-se uma taxa de desconto, que irá refletir o risco associado ao mercado, empresa e estrutura de capital.

### FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO

Para o cálculo do fluxo de caixa líquido utilizamos como medida de renda o Capital Investido, conforme o quadro a seguir, baseado nas teorias e práticas econômicas mais comumente aceitas no mercado, especialmente das obras:

- DAMODARAN, Aswath. Avaliação: Princípios e Prática. In: \_\_\_\_\_ (Autor) *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2ª Edição. Porto Alegre: Bookman, 2004. p. 611-642.
- PRATT, Shannon P. Income Approach: Discounted Economic Income Methods. In: \_\_\_\_\_ (Autor) *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. 3ª Edição. EUA: Irwin Professional Publishing, 1996. p. 149-202.

---

### FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO DO CAPITAL INVESTIDO

Lucro antes de itens não caixa, juros e impostos (EBITDA)

- ( - ) Itens não caixa (depreciação e amortização)
  - ( = ) Lucro líquido antes dos impostos (EBIT)
  - ( - ) Imposto de Renda e Contribuição Social (IR/CSSL)
  - ( = ) Lucro líquido depois dos impostos
  - ( + ) Itens não caixa (depreciação e amortização)
  - ( = ) Fluxo de caixa bruto
  - ( - ) Investimentos de capital (CAPEX)
  - ( + ) Outras entradas
  - ( - ) Outras saídas
  - ( - ) Variação do capital de giro
  - ( = ) Fluxo de caixa líquido
-

## VALOR RESIDUAL

Após o término do período projetivo é considerada a perpetuidade, que contempla todos os fluxos a serem gerados após o último ano da projeção e seus respectivos crescimentos. O valor residual da empresa (perpetuidade) geralmente é estimado pelo uso do modelo de crescimento constante. Este modelo assume que após o fim do período projetivo, o fluxo de caixa líquido terá um crescimento perpétuo constante. O mesmo calcula o valor da perpetuidade no último ano do período projetivo, através do modelo de progressão geométrica, transportando-o, em seguida, para o primeiro ano de projeção.

## TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto a ser utilizada para calcular o valor presente dos rendimentos determinados no fluxo de caixa projetado representa a rentabilidade mínima exigida pelos investidores, considerando que a empresa será financiada parte por capital próprio, o que exigirá uma rentabilidade maior que a obtida numa aplicação de risco padrão, e parte por capital de terceiros.

Esta taxa é calculada pela metodologia WACC - *Weighted Average Cost of Capital* - modelo no qual o custo de capital é determinado pela média ponderada do valor econômico dos componentes da estrutura de capital (próprio e de terceiros), descritos ao lado.

## VALOR DA EMPRESA

O fluxo de caixa líquido do Capital Investido é gerado pela operação global da empresa, disponível para todos os financiadores de capital, acionistas e demais investidores. Sendo assim, para a determinação do valor dos acionistas é necessária a dedução do endividamento geral com terceiros.

Outro ajuste necessário é a inclusão dos ativos não operacionais, ou seja, aqueles que não estão consolidados nas atividades de operação da empresa, sendo acrescidos ao valor operacional encontrado.

Custo do capital próprio	$Re = Rf + \text{beta} * (Rm - Rf) + Rp + Rs$
Rf	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 30 anos, considerando a inflação americana de longo prazo.
Rm	Risco de mercado - mede a valorização de uma carteira totalmente diversificada de ações para um período de 30 anos.
Rp	Risco País - representa o risco de se investir num ativo no país em questão em comparação a um investimento similar em um país considerado seguro.
Rs	Prêmio de risco pelo tamanho - mede o quanto o tamanho da empresa a torna mais arriscada.
beta	Ajusta o risco de mercado para o risco de um setor específico.
beta alavancado	Ajusta o beta do setor para o risco da empresa.

Custo do capital de terceiros	$Rd = Rf (*) + \text{alfa} + Rp$
Rf (*)	Taxa livre de risco - baseado na taxa de juros anual do Tesouro Americano para títulos de 10 anos, considerando a inflação americana.
Alfa	Risco Específico - representa o risco de se investir na empresa em análise.

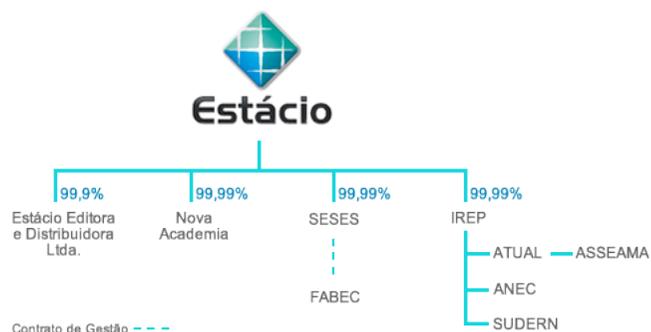
Taxa de desconto	$WACC = (Re \times We) + Rd (1 - t) \times Wd$
Re =	Custo do capital próprio.
Rd =	Custo do capital de terceiros.
We =	Percentual do capital próprio na estrutura de capital.
Wd =	Percentual do capital de terceiros na estrutura de capital.
T =	Taxa efetiva de imposto de renda e contribuição social da companhia.

## 5. CARACTERIZAÇÃO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES



A ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. é uma sociedade anônima com sede na Cidade e no Estado do Rio de Janeiro, constituída em 31 de março de 2007, e tem como atividades preponderantes o desenvolvimento e/ou administração de atividades e/ou instituições nas áreas de educação de nível superior, educação profissional e/ou outras áreas associadas à educação, à administração de bens e negócios próprios, e à participação, como sócio ou acionista, em outras sociedades simples ou empresariais, no Brasil e no exterior.

A ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES tem participação nas controladas Estácio Editora e Distribuidora Ltda., Nova Acedemia, SESES - Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá Ltda., e IREP - Sociedade de Ensino Superior, Médio e Fundamental Ltda., conforme o quadro abaixo:

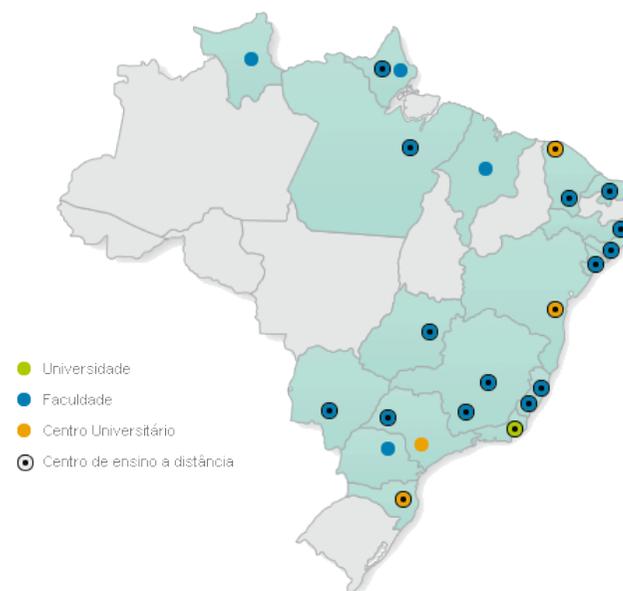


Atualmente possui 278,6 mil alunos matriculados nas modalidades presencial e à distância, em cursos de graduação e pós-graduação. A rede da ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES é formada por uma universidade, quatro centros

universitários, 29 faculdades e 52 polos de ensino à distância credenciados pelo MEC, com uma capilaridade nacional representada por 69 Unidades (Campi), nos principais centros urbanos de 17 estados brasileiros. Oferece aproximadamente 78 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Ciências Biológicas e Ciências Humanas, em graduação tradicional e tecnológica, cursos de pós-graduação *lato sensu*, cursos de mestrado e de doutorado, além de diversos cursos de extensão.

A rede de ensino da ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES é composta pelas seguintes unidades:

O mapa abaixo apresenta as localizações das atuais unidades da ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES, referentes a setembro de 2011:



## 6. AVALIAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Foram examinados os livros de contabilidade de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES e todos os demais documentos necessários à elaboração deste laudo.

Apuraram os peritos que o valor do patrimônio líquido contábil de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES nos termos do Estatuto da ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES é de R\$659.589.013,96 (seiscentos e cinquenta e nove milhões, quinhentos e oitenta e nove mil e treze reais e noventa e seis centavos), em 31 de março de 2012, conforme tabela ao lado.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. (consolidado)	31/03/2012
<b>ATIVO TOTAL</b>	<b>1.136.995.909,51</b>
ATIVO CIRCULANTE	545.143.812,40
ATIVO NÃO CIRCULANTE	591.852.097,11
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	86.826.242,60
ATIVO PERMANENTE	505.025.854,51
<b>PASSIVO TOTAL</b>	<b>1.136.995.909,51</b>
PASSIVO CIRCULANTE	159.690.656,64
PASSIVO NÃO CIRCULANTE	317.716.238,91
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	317.716.238,91
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>659.589.013,96</b>
Capital Social	364.392.894,38
Reservas de capital	110.696.654,83
Reservas de lucros	144.582.710,90
Lucro/Prejuízo Acumulado	39.916.753,85

## 7. MODELAGEM ECONÔMICO-FINANCEIRA

No presente relatório, utilizamos a metodologia de rentabilidade futura para a determinação do valor econômico de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES.

A modelagem econômico-financeira de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES foi conduzida de forma a demonstrar sua capacidade de geração de caixa no período de tempo considerado, tendo sido utilizadas, basicamente, as informações já citadas anteriormente.

As projeções foram realizadas para o período julgado necessário, sob plenas condições operacionais e administrativas em um cenário positivo, com as seguintes premissas:

- A metodologia está baseada na geração de fluxo de caixa livre descontado;
- Para determinação do valor da empresa foi considerado um período de 05 (cinco) anos;
- O fluxo de caixa livre foi projetado analiticamente para um período de 05 anos de 2012 até 2017 e considerada a perpetuidade após o ANO 05 (crescimento nominal de 5,0%);

- Para período anual foi considerado o ano fiscal de 01 de abril até 31 de março;
- Para o cálculo do valor presente, foi considerada a convenção de meio ano (*mid-year convention*);
- O fluxo foi projetado em moeda constante e o valor presente calculado com taxa de desconto nominal (considera a inflação);
- A não ser quando indicado, os valores foram expressos em milhares de reais; e
- Para a realização da previsão dos resultados nos exercícios futuros de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES utilizou-se o balanço patrimonial (Anexo 2), em 30 de março de 2012, como balanço de partida.

No Anexo 1, apresentamos detalhadamente a modelagem econômico-financeira, cujas projeções operacionais foram baseadas no desempenho histórico da empresa.

## PREMISSAS PARA PROJEÇÃO DE RESULTADOS

ENTRADAS E SAÍDAS	PREMISSAS	LÓGICA
RECEITA OPERACIONAL BRUTA (ROB)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A Receita Operacional foi dividida em três grupos: presencial, EAD (Ensino à distância) e outras receitas.</li> </ul> <p>Presencial: foi considerada uma quantidade de alunos de 225.581 para o Ano 1. A partir desse ano foi considerado um aumento de 5,0% a.a., atingindo um total de 274.619 alunos no Ano 5.</p> <p>EAD: foi considerada uma quantidade de alunos de 50.113 para o Ano 1. A partir desse ano foram considerados aumentos entre 27,0% e 5,0% até o Ano 5, atingindo um total de 81.847 alunos no Ano 5.</p> <p>Outros: foi utilizado um percentual fixo de 1,3% sobre a Receita Bruta com mensalidades.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Considerados o histórico e as projeções plurianuais da empresa.</li> </ul>
IMPOSTOS E DEVOLUÇÕES	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bolsas: Foi utilizada uma taxa de 20,8% a.a. sobre a ROB nos ANOS 1 a 5.</li> <li>▪ Devoluções: Foi utilizada uma taxa de 0,2% a.a. sobre a ROB nos ANOS 1 a 5.</li> <li>▪ Cancelamentos: Foi utilizada uma taxa de 6,2% a.a. sobre a ROB nos ANOS 1 a 5.</li> <li>▪ Descontos: Foi utilizada uma taxa de 1,5% a.a. sobre a ROB nos ANOS 1 a 5.</li> <li>▪ Impostos: Foi utilizada uma taxa de 2,6% sobre a ROB no ANO 1, crescendo gradativamente, até chegar a 2,8% no ANO 5.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Alíquotas fixas.</li> </ul>
DESPESAS DIRETAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Pessoal e Encargos: Foi considerado um índice de 45,45% sobre a Receita Operacional Líquida (ROL) no ANO 1, decrescendo anualmente, até chegar a 36,7% no ANO 5.</li> <li>▪ Aluguéis, condomínios e IPTU: Foi considerado um índice fixo de 9,1% sobre a Receita Operacional Líquida (ROL).</li> <li>▪ Material Didático: Foi considerado um índice de 2,9% sobre a Receita Operacional Líquida (ROL) no ANO 1, crescendo anualmente, até chegar a 4,2% no ANO 5.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Considerados o histórico e as projeções plurianuais da empresa.</li> </ul>

ENTRADAS E SAÍDAS	PREMISSAS	LÓGICA
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Serviço de terceiros e outros: Foi considerado um índice fixo de 4,5% sobre a Receita Operacional Líquida (ROL).</li> </ul>	
Despesas Gerais e Administrativas	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ As despesas gerais e administrativas foram divididas em 3 grupos: Despesas comerciais, gerais e administrativas e outras receitas/despesas operacionais, sendo calculadas pelos seguintes percentuais da receita líquida:  Despesas comerciais: 8,9% a.a  Gerais e administrativas: 16,1% a.a  Outras receitas/despesas operacionais: consideradas receitas entre 0,8% e 0,9% da Receita Líquida</li> </ul>	
IR/CSLL	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Foi utilizada uma alíquota fixa de 5,55% a.a..</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Considerado o programa ProUni: as faculdades da ESTÁCIO são isentas da tarifa de 34% de IR/CSLL sobre as receitas de Graduação, mas sujeitas a impostos sobre as demais receitas, e a outras tarifas pontuais. Como o peso das diversas operações na receita varia ao longo do prazo, a alíquota efetiva acompanha esta variação.</li> </ul>

## CAPITAL DE GIRO

A variação do capital de giro foi calculada com base nos saldos das contas do balanço de ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES encerrado em 31 de março de 2012, considerando os parâmetros abaixo, a partir de abril de 2012. Os parâmetros são conforme os dados históricos da empresa.

### ATIVO CIRCULANTE:

USOS	Dias
Contas a receber	79
Contas a compensar - Sistema FIES	3
Adiantamentos a funcionários/terceiros	4
Partes relacionadas	0
Despesas antecipadas	0
Outros + Impostos e contribuições	11

### PASSIVO CIRCULANTE:

FONTES	
Fornecedores	10
Salários e encargos sociais	30
Obrigações tributárias	8
Mensalidades recebidas antecipadamente	0
Parcelamento de tributos	0
Outros	0
Compromissos a pagar	0

## DEPRECIÇÃO

Foi considerada uma taxa de 10% a.a. de depreciação sobre os Ativos Imobilizados no ANO 1 e sobre os novos investimentos.

## INVESTIMENTOS

Foram considerados investimentos de manutenção do imobilizado depreciado, por todo o período projetivo, para manutenção do presente ativo imobilizado da empresa.

## DETERMINAÇÃO DA TAXA DE DESCONTO

Os valores dos parâmetros utilizados para o cálculo da taxa de desconto seguem no Anexo 1 deste laudo. Porém, destacamos abaixo as principais fontes destes parâmetros:

- Taxa livre de Risco (custo do patrimônio líquido): Corresponde à rentabilidade (*yield*), em 31/03/2012, do US T-Bond 30 anos (Federal Reserve), site [http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield\\_historical.shtml](http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield_historical.shtml);
- Beta d: equivalente ao Beta médio da área, pesquisado no banco de dados Bloomberg, programa fornecido pela empresa de mesmo nome, com dados do mercado de ações e informações financeiras. Os dados fornecidos pelo Bloomberg são os betas alavancados de empresas diferentes, com estruturas de capital relativas às mesmas. Desalavancamos os betas relativos a cada uma das empresas, considerando as respectivas estruturas de capital. Assim, achamos os respectivos betas brutos. Calculamos a média dos betas brutos encontrados, para daí alavancarmos a mesma com a estrutura de

capital da empresa sendo analisada. Este cálculo é necessário para corrigir as possíveis distorções no cálculo do beta geradas pela diferença na estrutura de capital de cada empresa;

- Prêmio de Risco: corresponde ao *Spread* entre SP500 e US *T-Bond* 30 anos, conforme o Ibbotson 2012, publicação de mesmo nome com análises de mercado (ações, inflação etc.) de longo prazo. Fonte: 2012 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook: Appendix C, Table C-1. EUA: Morningstar, 2012;
- Prêmio pelo Tamanho: corresponde ao prêmio de risco pelo tamanho da empresa, considerando o mercado de ações norte-americano. Fonte: 2012 Ibbotson SBBI Valuation Yearbook: Appendix C, Table C-1. EUA: Morningstar, 2012;
- Risco Brasil: Portal Brasil (31/03/2012), site [http://www.portalbrasil.net/indices\\_dolar.htm](http://www.portalbrasil.net/indices_dolar.htm);
- Taxa livre de Risco (custo da dívida): Corresponde à rentabilidade (*yield*), em 30/03/2012, do US T-Bond 10 anos (Federal Reserve), site [http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield\\_historical.shtml](http://www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield_historical.shtml);
- Risco Específico (Alfa): O modelo para formação do custo da dívida (Rd) é feito “de trás pra frente”, de forma a evitar distorções na aplicação de modelos desenvolvidos para mercados maduros (como o norte-americano) no jovem mercado brasileiro. O primeiro passo é determinar o custo de captação para o setor em análise ou para a empresa, caso ela tenha um porte que possibilite um tratamento diferenciado pelas instituições financeiras. No caso de ESTÁCIO

PARTICIPAÇÕES, utilizamos um custo de captação nominal em US\$ de 10,47% a.a.; e

- Utilizada uma inflação americana projetada de 2,0% ao ano e uma inflação brasileira de 4,5% ao ano.

Por fim, com os parâmetros utilizados no cálculo, chegamos a uma taxa de desconto nominal de 14,4% a.a.

#### CÁLCULO DO VALOR OPERACIONAL

A partir do Fluxo de Caixa Operacional projetado para os próximos 05 anos e do valor residual da empresa a partir de então (considerando uma taxa de crescimento na perpetuidade de 5,0%), descontamos estes valores a valor presente, utilizando a taxa de desconto nominal descrita no item anterior.

#### ATIVOS NÃO OPERACIONAIS

Não foram considerados ativos não operacionais nesta análise.

## ANÁLISE DE ENDIVIDAMENTO

Nesta análise, foi considerado um endividamento líquido de R\$ 134.747 mil, na data base, conforme demonstrado no quadro abaixo:

(em R\$ mil)

Caixa e equivalentes de caixa (+)	6.690
Títulos e valores mobiliários (+)	176.033
Empréstimos e Financiamentos (-)	15.499
Empréstimos e Financiamentos (-)	249.782
Provisão para contingências (-)	33.262
Outros (-)	2.265
Dividendos a pagar (-)	16.662
<b>Total</b>	<b>-134.747</b>

## VALOR ECONÔMICO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES

Sintetizando os itens anteriormente mencionados, detalhados no Anexo 1, chega-se aos seguintes valores:

taxa de retorno esperado	13,4%	<b>14,4%</b>	15,4%
taxa de crescimento perpetuidade	5,0%	<b>5,0%</b>	5,0%
<b>VALOR ECONÔMICO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)</b>			
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	740.438	<b>719.948</b>	700.298
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	2.167.361	<b>1.854.200</b>	1.604.963
<b>VALOR OPERACIONAL</b>	<b>2.907.799</b>	<b>2.574.148</b>	<b>2.305.261</b>
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(134.747)	<b>(134.747)</b>	(134.747)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	-	-	-
<b>VALOR ECONÔMICO (R\$ mil)</b>	<b>2.773.052</b>	<b>2.439.401</b>	<b>2.170.514</b>
QUANTIDADE DE AÇÕES	82.251.937	82.251.937	82.251.937
VALOR POR AÇÃO	R\$ 33,71	R\$ 29,66	R\$ 26,39

## 8. CONCLUSÃO

Com base nos estudos apresentados realizados pela APSIS, com data base de 31 de março de 2012, concluímos os seguintes valores para **ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES**:

---

VALOR CONTÁBIL POR AÇÃO: R\$ 8,0191

VALOR ECONÔMICO POR AÇÃO: R\$ 29,66

---

O laudo de avaliação RJ-0239/12-03 foi elaborado sob a forma de Laudo Digital (documento eletrônico em *Portable Document Format* - PDF), com a certificação digital dos responsáveis técnicos e impresso pela APSIS, composto por 20 (vinte) folhas digitadas de um lado e 02 (dois) anexos. A APSIS Consultoria Empresarial Ltda., CREA/RJ 82.2.00620-1 e CORECON/RJ RF/2.052-4, empresa especializada em avaliação de bens, abaixo representada legalmente pelos seus diretores, coloca-se à disposição para quaisquer esclarecimentos que, porventura, se façam necessários.

Rio de Janeiro, 11 de junho de 2012.

Diretor (a)

Gerente de Projetos

## 9. RELAÇÃO DE ANEXOS

1. CÁLCULOS AVALIATÓRIOS
2. DOCUMENTAÇÃO DE SUPORTE

RIO DE JANEIRO - RJ  
Rua da Assembleia, nº 35, 12º andar  
Centro, CEP: 20011-001  
Tel.: + 55 (21) 2212-6850 Fax: + 55 (21) 2212-6851

SÃO PAULO - SP  
Av. Angélica, nº 2503, Conj. 42  
Consolação, CEP: 01227-200  
Tel.: + 55 (11) 3666-8448 Fax: + 55 (11) 3662-5722



ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
<b>QUANTIDADE DE ALUNOS TOTAL</b>	<b>275.694</b>	<b>299.022</b>	<b>320.155</b>	<b>339.492</b>	<b>356.467</b>
<i>crescimento (%)</i>	14,9%	8,5%	7,1%	6,0%	5,0%
<b>PRESENCIAL</b>	<b>225.581</b>	<b>236.951</b>	<b>249.088</b>	<b>261.542</b>	<b>274.619</b>
<i>crescimento (%)</i>	12,5%	5,0%	5,1%	5,0%	5,0%
graduação	216.486	227.310	238.676	250.610	263.140
<i>crescimento (%)</i>	14,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
pós	9.095	9.641	10.412	10.933	11.479
<i>crescimento (%)</i>	-15,0%	6,0%	8,0%	5,0%	5,0%
<b>EAD</b>	<b>50.113</b>	<b>62.071</b>	<b>71.068</b>	<b>77.950</b>	<b>81.847</b>
<i>crescimento (%)</i>	27,2%	23,9%	14,5%	9,7%	5,0%
graduação	46.313	57.891	66.574	73.232	76.893
<i>crescimento (%)</i>	23,5%	25,0%	15,0%	10,0%	5,0%
pós	3.800	4.180	4.494	4.718	4.954
<i>crescimento (%)</i>	100,0%	10,0%	7,5%	5,0%	5,0%
<b>MENSALIDADE (R\$)</b>					
Mensalidade Presencial	R\$ 674,01	R\$ 704,34	R\$ 736,04	R\$ 769,16	R\$ 803,77
<i>crescimento (%)</i>	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Mensalidade EAD	R\$ 259,34	R\$ 271,01	R\$ 283,20	R\$ 295,95	R\$ 309,26
<i>crescimento (%)</i>	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>RECEITA BRUTA MENSALIDADES</b>	<b>1.980.477</b>	<b>2.204.587</b>	<b>2.441.566</b>	<b>2.690.830</b>	<b>2.952.513</b>
<i>crescimento (%)</i>	21,3%	11,3%	10,7%	10,2%	9,7%
<b>PRESENCIAL</b>	<b>1.824.525</b>	<b>2.002.729</b>	<b>2.200.048</b>	<b>2.414.003</b>	<b>2.648.765</b>
graduação	1.750.963	1.921.245	2.108.086	2.313.097	2.538.046
pós	73.561	81.484	91.963	100.906	110.719
<b>EAD</b>	<b>155.952</b>	<b>201.858</b>	<b>241.518</b>	<b>276.827</b>	<b>303.748</b>
graduação	144.126	188.265	226.247	260.071	285.363
pós	11.826	13.594	15.271	16.756	18.385
<b>OUTRAS RECEITAS</b>	<b>25.242</b>	<b>28.099</b>	<b>31.119</b>	<b>34.296</b>	<b>37.632</b>
<b>RECEITA OPERACIONAL BRUTA</b>	<b>2.005.719</b>	<b>2.314.170</b>	<b>2.564.649</b>	<b>2.826.033</b>	<b>3.100.864</b>
Presencial	1.824.525	2.272.477	2.518.258	2.774.980	3.044.847
EAD	155.952	13.594	15.271	16.756	18.385
Outras receitas	25.242	28.099	31.119	34.296	37.632
<b>IMPOSTOS E DEDUÇÕES</b>	<b>(626.787)</b>	<b>(724.335)</b>	<b>(805.300)</b>	<b>(890.200)</b>	<b>(976.772)</b>
Bolsas	(417.190)	(481.347)	(533.447)	(587.815)	(644.980)
Devoluções	(4.011)	(4.628)	(5.129)	(5.652)	(6.202)
Cancelamentos	(124.355)	(143.479)	(159.008)	(175.214)	(192.254)
Descontos	(30.086)	(34.713)	(38.470)	(42.390)	(46.513)
Impostos	(51.146)	(60.168)	(69.246)	(79.129)	(86.824)
<b>DESPESAS DIRETAS</b>	<b>(854.691)</b>	<b>(934.123)</b>	<b>(1.000.869)</b>	<b>(1.079.205)</b>	<b>(1.155.540)</b>
Pessoal e Encargos	(626.564)	(666.305)	(699.182)	(741.411)	(778.481)
Aluguéis, Condomínio e IPTU	(125.979)	(145.247)	(160.734)	(176.858)	(194.057)
Material Didático	(40.381)	(51.495)	(62.449)	(74.725)	(88.588)
Serviços de Terceiros e Outros	(61.766)	(71.076)	(78.503)	(86.212)	(94.413)
<b>DESPESAS GERAIS E ADMINISTRATIVAS</b>	<b>(331.815)</b>	<b>(382.360)</b>	<b>(424.497)</b>	<b>(465.698)</b>	<b>(511.492)</b>
Despesas comerciais	(122.601)	(141.353)	(156.425)	(172.116)	(188.854)
Gerais e administrativas	(221.611)	(255.506)	(282.749)	(311.112)	(341.368)
Outras receitas/desp. operacionais	12.398	14.499	14.677	17.530	18.730

<b>CAPITAL DE GIRO</b>	<b>ANO 1</b>	<b>ANO 2</b>	<b>ANO 3</b>	<b>ANO 4</b>	<b>ANO 5</b>
<b>Ativo Circulante Operacional</b>					
Contas a receber	301.914	348.090	385.205	423.845	465.064
Contas a compensar - Sistema FIES	11.479	5.459	6.314	7.131	8.063
Adiantamentos a funcionários/terceiros	15.439	17.800	19.698	21.674	23.782
Partes relacionadas	259	259	259	259	259
Despesas antecipadas	19.127	19.127	19.127	19.127	19.127
Outros + Impostos e contribuições	40.400	46.579	51.545	56.716	62.232
<b>Passivo Circulante Operacional</b>					
Fornecedores	23.039	25.180	26.979	29.091	31.149
Salários e encargos sociais	84.231	92.059	98.636	106.357	113.879
Obrigações tributárias	15.749	17.212	18.442	19.886	21.292
Mensalidades recebidas antecipadamente	5.347	5.347	5.347	5.347	5.347
Parcelamento de tributos	256	256	256	256	256
Compromissos a pagar	4.129	4.129	4.129	4.129	4.129
Outros	2.887	2.887	2.887	2.887	2.887
<b>Capital de Giro</b>	<b>252.981</b>	<b>290.244</b>	<b>325.472</b>	<b>360.801</b>	<b>399.588</b>
<b>Varição do Capital de Giro</b>	<b>7.068</b>	<b>37.263</b>	<b>35.228</b>	<b>35.329</b>	<b>38.787</b>

IMOBILIZADO - ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES		ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
(R\$ mil)	31/mar/12					
investimentos		48.335	53.169	58.486	64.334	70.768
investimento acumulado	-	48.335	101.504	159.990	224.324	295.091
<b>depreciação investimento</b>		<b>4.834</b>	<b>10.150</b>	<b>15.999</b>	<b>22.432</b>	<b>29.509</b>
custo original	483.352	483.352	483.352	483.352	483.352	483.352
valor residual	249.366	201.031	152.696	104.360	56.025	7.690
<b>depreciação imobilizado</b>	<b>233.986</b>	<b>48.335</b>	<b>48.335</b>	<b>48.335</b>	<b>48.335</b>	<b>48.335</b>
<b>DEPRECIAÇÃO TOTAL</b>		<b>53.169</b>	<b>58.486</b>	<b>64.334</b>	<b>70.768</b>	<b>77.844</b>

PROJEÇÃO - ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
<i>crescimento ROB</i>		15,4%	10,8%	10,2%	9,7%
RECEITA OPERACIONAL BRUTA (ROB) ( = )	2.005.719	2.314.170	2.564.649	2.826.033	3.100.864
IMPOSTOS/DEDUÇÕES ( - )	(626.787)	(724.335)	(805.300)	(890.200)	(976.772)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA (ROL) ( = )	1.378.932	1.589.835	1.759.349	1.935.832	2.124.092
DESPESAS DIRETAS ( - )	(854.691)	(934.123)	(1.000.869)	(1.079.205)	(1.155.540)
LUCRO BRUTO ( = )	524.241	655.712	758.480	856.627	968.553
<i>margem bruta</i>	38,0%	41,2%	43,1%	44,3%	45,6%
DESPESAS GERAIS E ADMINISTRATIVAS ( - )	(331.815)	(382.360)	(424.497)	(465.698)	(511.492)
LUCRO ANTES DO IR, DEPR. E AMORT. (EBITDA)	192.426	273.352	333.984	390.929	457.060
<i>margem EBITDA</i>	14,0%	17,2%	19,0%	20,2%	21,5%
DEPRECIÇÃO ( - )	(53.169)	(58.486)	(64.334)	(70.768)	(77.844)
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA (LAIR) ( = )	139.257	214.866	269.649	320.162	379.216
IMPOSTO DE RENDA/CSLL ( - )	(7.730)	(11.927)	(14.968)	(17.772)	(21.050)
LUCRO LÍQUIDO ( = )	131.527	202.939	254.681	302.390	358.166
LUCRO LÍQUIDO ACUMULADO	131.527	334.466	589.148	891.537	1.249.703
<i>margem líquida</i>	9,5%	12,8%	14,5%	15,6%	16,9%
FLUXO DE CAIXA - ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
ENTRADAS	184.696	261.425	319.015	373.157	436.010
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	131.527	202.939	254.681	302.390	358.166
DEPRECIÇÃO	53.169	58.486	64.334	70.768	77.844
SAÍDAS	48.335	53.169	58.486	64.334	70.768
INVESTIMENTOS	48.335	53.169	58.486	64.334	70.768
AMORTIZAÇÃO DÍVIDAS	-	-	-	-	-
SALDO SIMPLES	136.361	208.256	260.530	308.823	365.243
VARIAÇÃO CAPITAL DE GIRO	(7.068)	(37.263)	(35.228)	(35.329)	(38.787)
SALDO DO PERÍODO (R\$ mil)	129.293	170.992	225.302	273.494	326.455

ESTRUTURA DE CAPITAL	
EQUITY	71,3%
DEBT	28,7%
EQUITY + DEBT	100,0%
CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf)	3,4%
BETA d	0,65
BETA r	0,90
PRÊMIO DE RISCO (Rm - Rf)	6,1%
PRÊMIO DE TAMANHO - Rs	1,8%
RISCO PAIS	1,8%
<b>Ke (=) U\$ nominal</b>	<b>12,4%</b>
CUSTO DA DÍVIDA	
TAXA LIVRE DE RISCO (Rf*)	2,2%
RISCO ESPECÍFICO (ALFA)	6,5%
RISCO PAIS	1,8%
<b>Kd (=) U\$ nominal</b>	<b>10,5%</b>
INFLAÇÃO AMERICANA	2,0%
INFLAÇÃO BRASILEIRA	4,5%
WACC	
CUSTO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	12,4%
CUSTO DA DÍVIDA	10,5%
<b>TAXA DE DESCONTO NOMINAL (=) (U\$)</b>	<b>11,7%</b>
<b>TAXA DE DESCONTO REAL (=)</b>	<b>9,5%</b>
<b>TAXA DE DESCONTO NOMINAL (=) (R\$)</b>	<b>14,4%</b>

taxa de retorno esperado	13,4%	<b>14,4%</b>	15,4%
taxa de crescimento perpetuidade	5,0%	<b>5,0%</b>	5,0%
<b>VALOR ECONÔMICO DE ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES (R\$ mil)</b>			
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	740.438	<b>719.948</b>	700.298
VALOR RESIDUAL DESCONTADO	2.167.361	<b>1.854.200</b>	1.604.963
<b>VALOR OPERACIONAL</b>	<b>2.907.799</b>	<b>2.574.148</b>	<b>2.305.261</b>
ENDIVIDAMENTO LÍQUIDO	(134.747)	<b>(134.747)</b>	(134.747)
ATIVO NÃO OPERACIONAL	-	-	-
<b>VALOR ECONÔMICO (R\$ mil)</b>	<b>2.773.052</b>	<b>2.439.401</b>	<b>2.170.514</b>
QUANTIDADE DE AÇÕES	82.251.937	82.251.937	82.251.937
VALOR POR AÇÃO	R\$ 33,71	R\$ 29,66	R\$ 26,39



EMPRESA: ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.

DATA BASE: 31/03/2012

Conta	Descrição	31/03/2012
1	Ativo Total	1.136.998
1.01	Ativo Circulante	545.145
1.01.01	Caixa e Equivalentes de Caixa	6.690
1.01.02	Aplicações Financeiras	176.033
1.01.03	Contas a Receber	362.422
1.02	Ativo Não Circulante	591.853
1.02.01	Ativo Realizável a Longo Prazo	86.827
1.02.02	Investimentos	229
1.02.03	Imobilizado	269.196
1.02.04	Intangível	235.601
2	Passivo Total	1.136.998
2.01	Passivo Circulante	159.677
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	78.670
2.01.02	Fornecedores	21.518
2.01.03	Obrigações Fiscais	14.965
2.01.04	Empréstimos e Financiamentos	15.499
2.01.05	Outras Obrigações	29.025
2.02	Passivo Não Circulante	317.731
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	249.782
2.02.02	Outras Obrigações	18.521
2.02.03	Tributos Diferidos	2.265
2.02.04	Provisões	47.163
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	659.590
2.03.01	Capital Social Realizado	361.573
2.03.02	Reservas de Capital	110.697
2.03.04	Reservas de Lucros	147.403
2.03.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	39.917