

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS**  
**UNIDADE ACADÊMICA DE GRADUAÇÃO**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**TAÍS DE SOUZA MORAES**

**ANÁLISE DA PERFORMANCE DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE ATUAM**  
**NO SEGMENTO DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS**

**São Leopoldo**  
**2020**

TAÍS DE SOUZA MORAES

**ANÁLISE DA PERFORMANCE DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3 QUE ATUAM  
NO SEGMENTO DE SERVIÇOS EDUCACIONAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado como requisito parcial para  
obtenção do título de Bacharel em  
Ciências Contábeis, pelo Curso de  
Ciências Contábeis da Universidade do  
Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Charline Barbosa Pires

São Leopoldo

2020

Dedico este trabalho aos meus pais, que sempre acreditaram no meu potencial e me incentivaram a trilhar o caminho do conhecimento, e ao meu namorado, Jonas Duarte, pelo apoio e paciência nos momentos difíceis, estando sempre ao meu lado.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus que me deu força e saúde para que eu superasse as dificuldades e concluísse este trabalho de forma satisfatória.

Aos meus pais e irmãos, que compreenderam a minha ausência enquanto eu me dedicava à realização deste projeto e que me apoiaram ao longo de toda a minha trajetória acadêmica.

Ao meu companheiro de vida, pelo suporte e palavras de incentivo. Sua compreensão e encorajamento foram fundamentais neste período.

Em especial, a minha orientadora Prof.<sup>a</sup> Dra. Charline Barbosa Pires, que conduziu com paciência, dedicação e excelência cada etapa do processo. Sua assistência fez toda a diferença.

Manifesto também a minha gratidão a todos os professores que fizeram parte da minha formação dentro da Universidade Unisinos.

Os índices servem de medida dos diversos aspectos econômicos e financeiros das empresas. Assim como um médico usa certos indicadores, como pressão e temperatura, para elaborar o quadro clínico do paciente, os índices financeiros permitem construir um quadro de avaliação da empresa. (MATARAZZO, 2010, p. 82).

## RESUMO

Este estudo teve como objetivo descrever, a partir do modelo de Lagioia (2011), a performance das empresas listadas na B3 que atuam no segmento de serviços educacionais, no período de 2016, 2017 e 2018. Para tanto, foi realizada uma pesquisa descritiva, de natureza aplicada e de abordagem quantitativa, ao adotar um modelo de análise de indicadores propostos por Lagioia (2011), em que os dados foram coletados por meio das demonstrações contábeis divulgadas pelas companhias, a fim de auxiliar o investidor em sua tomada de decisão. Em vista disso, foram calculados, de acordo com o modelo, indicadores de mercado, de liquidez, de endividamento e de rentabilidade, acarretando, no fim, em um coeficiente denominado de Nota Global, por ano e empresa, que permitiu classificar e conceituar a sua performance. Os resultados principais da pesquisa indicaram que apesar do crescimento da companhia Ânima, suas notas e conceitos estiveram entre os mais baixos do período, diferente da Estácio, que demonstrou ter tido a maior evolução. Por outro lado, a Bahema, que sofreu prejuízo em 2017 e 2018, obteve a maior queda, passando do conceito “Ótimo” para o “Razoável”. Desta forma, concluiu-se que no ano de 2016 e 2018, a companhia Ser Educacional atingiu a primeira posição, tendo a Cogna, no ano de 2017, alcançado o melhor conceito do modelo e, conseqüentemente, o melhor desempenho, já a companhia Ânima ficou com a última posição em 2016, assim como a Bahema nos anos 2017 e 2018.

**Palavras-chave:** Análise de Indicadores. Modelo de Lagioia. Educação. Investimentos. Mercado de Capitais.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Passos do Modelo de Laggioia (2011) .....	37
--	----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Classificação com Base nos Tipos de Ativo .....	17
Quadro 2 - Principais Agentes do Mercado de Capitais Brasileiros .....	20
Quadro 3 - Análise de <i>Pay Out</i> .....	23
Quadro 4 - Exemplo de Aplicação do Indicador <i>Yield</i> .....	24
Quadro 5 - Liquidez Seca x Liquidez Corrente.....	30
Quadro 6 - Escala de Notas x Conceitos.....	37
Quadro 7 - Modelo de Escala dos Indicadores.....	39
Quadro 8 - Modelo de Análise Final das Empresas .....	43
Quadro 9 - Escala dos Indicadores 2016 .....	69
Quadro 10 - Escala dos Indicadores 2017 .....	70
Quadro 11 - Escala dos Indicadores 2018 .....	71
Quadro 12 - Análise Final das Empresas .....	75

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Modelo de Disposição dos Índices das Empresas .....	38
Tabela 2 - Pesos dos Índices .....	40
Tabela 3 - Modelo de Nota dos Grupos de Indicadores .....	41
Tabela 4 - Pesos dos Indicadores .....	41
Tabela 5 - Modelo de Avaliação Global.....	42
Tabela 6 - Índices de Mercado .....	49
Tabela 7 - Índices de Liquidez.....	53
Tabela 8 - Índices de Endividamento .....	58
Tabela 9 - Índices de Rentabilidade .....	62
Tabela 10 - Pesos dos Índices .....	72
Tabela 11 - Nota dos Grupos de Indicadores.....	72
Tabela 12 - Pesos dos Indicadores .....	74
Tabela 13 - Avaliação Global .....	74

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	10
1.2 OBJETIVOS .....	12
<b>1.2.1 Objetivo Geral</b> .....	<b>12</b>
<b>1.2.2 Objetivos Específicos</b> .....	<b>12</b>
1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA .....	12
1.4 JUSTIFICATIVA .....	13
1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO .....	15
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>16</b>
2.1 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS .....	16
2.2 INDICADORES DO MODELO DE LAGIOIA (2011) .....	21
<b>2.2.1 Indicadores de Mercado</b> .....	<b>22</b>
<b>2.2.2 Indicadores de Liquidez</b> .....	<b>27</b>
<b>2.2.3 Indicadores de Endividamento</b> .....	<b>30</b>
<b>2.2.4 Indicadores de Rentabilidade</b> .....	<b>33</b>
2.3 PASSOS DO MODELO DE LAGIOIA (2011) .....	36
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>44</b>
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....	44
3.2 UNIDADES DE ANÁLISE .....	45
3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS .....	47
3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO .....	48
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>49</b>
4.1 ANÁLISE DOS INDICADORES DE MERCADO .....	49
4.2 ANÁLISE DOS INDICADORES DE LIQUIDEZ .....	53
4.3 ANÁLISE DOS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO .....	57
4.4 ANÁLISE DOS INDICADORES DE RENTABILIDADE .....	62
4.5 APLICAÇÃO DO MODELO LAGIOIA (2011) .....	68
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>80</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>82</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se a introdução da pesquisa, abordando e contextualizando o tema e o problema, assim como os objetivos, a delimitação e justificativa do estudo.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Em 1990, iniciou-se uma série de mudanças na educação superior do país. O aumento do número de matrículas e de Instituições de Ensino Superior (IES) de forma repentina, principalmente na rede privada, promoveram investimentos no setor educacional que abriram caminhos para o ingresso das IES na Bolsa de Valores de São Paulo. (SECCA; LEAL, 2009). Para Martins (2009), essa expansão das Universidades privadas ocorreu devido à percepção de que era necessário crescer e diversificar os cursos para se tornar competitivo no mercado de ensino superior.

A Lei de Diretrizes e Bases da Educação (LDB), instituída em 1996, regulamentou o sistema público e privado de educação no Brasil, e “[...] conferiu ao Estado Brasileiro o controle e a gestão das políticas educacionais, ao mesmo tempo em que flexibilizou a oferta da educação superior pela iniciativa privada.” (FRANCA, 2017, p. 2). Em vista disso, a LDB impulsionou a abertura e oferta de novos cursos e novas instituições, modificando o funcionamento do sistema de ensino, deixando a encargo do Estado a sua regulamentação. (FRANCA, 2017).

Após a LDB, o Governo lançou diversos programas de incentivo à educação, dentre eles o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES), para os estudantes financiarem sua graduação em faculdades privadas, o Programa Universidade para Todos (PROUNI), que fornece bolsas de estudo parciais e integrais para pessoas de baixa renda que tenham realizado o Exame Nacional do Ensino Médio (ENEM), e o Programa Educa Mais Brasil, para estudantes incapazes de arcar com os custos de uma mensalidade integral. (FRANCA, 2017). “Por outro lado, os estudantes do ensino superior também recebem financiamento da iniciativa privada. Um exemplo é o programa de crédito universitário privado PraValer, gerido pela companhia Ideal Invest. [...]” (SECCA; LEAL, 2009, p. 11).

No ano de 2006, existiam 2.270 instituições de ensino no país, sendo que 89% pertenciam à rede privada, das quais 78% eram com fins lucrativos. As

instituições privadas contavam com 74% dos mais de 4,7 milhões de alunos matriculados no ensino superior. (MARTINS, 2009).

Chaves (2010) descreve que, a partir de 2007, com a abertura de capital por empresas nacionais e estrangeiras no mercado de ações, foram constituídos oligopólios no ensino superior, por meio de fusões e incorporações de instituições privadas que resultaram na formação de empresas *holdings*, que detinham o controle das demais. Segundo Franca (2017), foi neste período de compra e venda de IES que surgiram empresas como a Anhanguera Educacional, Estácio de Sá, Kroton Educacional, Sociedade Educacional Brasileira (SEB) e Colégio Oswaldo Cruz (COC), conceituadas como os maiores grupos no setor educacional, que vieram a distribuir seu capital na Bolsa de Valores.

Na busca por inovação e crescimento, as IES começaram a oferecer outras modalidades de ensino (cursos semipresenciais e à distância) visando contemplar perfis diferentes de alunos. (FRANCA, 2017). A aplicação desta estratégia apresentou bons resultados, pois “segundo números do último Censo do Ensino Superior, divulgado em 2018 pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP), as matrículas de graduação à distância cresceram 375,2% de 2007 a 2017.” (MENDES, 2019). Essa tendência de ensino também pode ter sido impulsionada pelo avanço da tecnologia e mudança de hábitos dos indivíduos.

Neste contexto, o segmento de serviços educacionais apresenta relevância no mercado de capitais, assim como potencial para crescimento. Logo, tem-se a necessidade de conhecer o perfil das empresas do setor educacional a fim de auxiliar os investidores na tomada de decisão, uma vez que a análise do cenário das companhias, somada à forma como elas evoluíram, pode tornar a escolha do investimento mais inteligente. Entre as possibilidades para essa análise, Lagioia propõe um modelo, que pretende avaliar a rentabilidade, viabilidade e os riscos de um investimento, mediante o uso de indicadores expressivos para o mercado de capitais. (LAGIOIA, 2011).

Considerando o exposto, este estudo pretende responder a seguinte pergunta: *Qual é a performance das empresas listadas na B3 que atuam no segmento de serviços educacionais, no período de 2016, 2017 e 2018?*

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

Visando responder o problema de pesquisa apresentado, o objetivo geral deste estudo é descrever, a partir do modelo de Lagioia (2011), a performance das empresas listadas na B3 que atuam no segmento de serviços educacionais, no período de 2016, 2017 e 2018.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Para atingir o objetivo geral proposto, faz-se necessário a definição dos seguintes passos:

- a) calcular os indicadores de mercado, liquidez, endividamento e rentabilidade, selecionados no modelo de Lagioia (2011);
- b) ordenar os índices em ordem crescente de desempenho, conforme escala de conceitos;
- c) atribuir os pesos para cada índice, de acordo com o modelo proposto; e
- d) analisar, comparativamente, os resultados apresentados pelas empresas que compõem a amostra.

## 1.3 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Este estudo limita-se à análise das demonstrações contábeis das companhias de capital aberto, no período de 2016, 2017 e 2018, que atuam no segmento de serviços educacionais listadas na B3, por meio de indicadores econômico-financeiros selecionados no modelo criado em 2011 por Lagioia, no intuito de avaliar a performance de um grupo de empresas do mesmo setor.

Sendo assim, não se faz uso de nenhum indicador que esteja fora do modelo proposto. Além disso, a pesquisa possibilita uma análise comparativa de desempenho entre as empresas do segmento de serviços educacionais, sendo somente este segmento o objeto de estudo.

## 1.4 JUSTIFICATIVA

No que diz respeito à importância da análise das demonstrações, Lins e Francisco Filho (2012, p. 152) descrevem que:

A análise das demonstrações contábeis é importante para identificar possíveis problemas econômicos e financeiros, de forma a possibilitar a tomada de decisões em tempo, corrigir problemas que porventura possam agravar a situação, conhecer e avaliar a evolução em relação aos períodos anteriores, e também avaliar se administração vem tendo um bom desempenho ou não e como vem desempenhando a sua missão primordial que é de aumentar o patrimônio da empresa.

Os indicadores econômico-financeiros representam a relação dos itens de natureza patrimonial com o Balanço Patrimonial, sendo que sua utilização permite mensurar a capacidade de pagamento, retorno de investimentos e, de modo geral, o desempenho da empresa. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010). “Nesse sentido, sua análise representa uma ferramenta importante para a compreensão do valor da empresa e conseqüentemente para a fundamentação da decisão de compra ou venda de suas ações [...]” (PINHEIRO, 2016, p. 502).

De acordo com Matarazzo (2010, p. 5), “[...] a Análise de Balanços deve assumir também o papel de tradução dos elementos contidos nas demonstrações financeiras”, já que muitos usuários não compreendem termos técnicos, ou seja, sua linguagem deve ser descomplicada. Além disso, Matarazzo (2010) menciona que é necessário um grande trabalho de síntese, pois as demonstrações contábeis e financeiras contêm inúmeros dados, sendo fundamental a sua organização por nível de detalhamento ao iniciar com as avaliações. “Somente pelo entendimento da estrutura contábil das demonstrações é que se pode desenvolver avaliações mais acuradas das empresas.” (ASSAF NETO, 2015, p. 59).

Quanto aos usuários da informação, Lins e Francisco Filho (2012) afirmam que a partir das análises das demonstrações, os investidores têm a oportunidade de estimar ou até mesmo prever a valorização, ou não, de suas aplicações. Para os bancos, estes dados são utilizados para determinar o provimento de empréstimos, sendo necessário o acompanhamento contínuo da condição financeira dos seus clientes, no que tange ao nível de liquidez, endividamento e retorno de ativos. Em relação ao nível de capacidade da empresa em cumprir com seus compromissos, os fornecedores são o grupo mais interessado na apuração deste indicador, assim

como os investidores, que receiam pela possibilidade de insolvência da empresa. Já no contexto empresarial, os dirigentes analisam os dados para definição de estratégias internas, além de comparar com a concorrência. Como forma de avaliar o resultado das suas políticas de desenvolvimento, o Governo avalia a situação financeira de diversos setores, para verificar sua rentabilidade.

É notável a importância das análises das demonstrações para os diversos usuários da informação contábil. Neste sentido, o modelo de análise de Lagioia tem o propósito de “[...] ser uma ferramenta simples e objetiva que permita facilitar e auxiliar o processo de tomada de decisão do investidor”, (LAGIOIA, 2011, p. 224), analisando importantes indicadores para entendimento da situação econômico-financeira das companhias. Sendo assim, faz-se necessário averiguar empresas de um mesmo setor para que não ocorram desempenhos ambíguos que possam interferir na conclusão da análise.

De acordo com a Revista Exame, o setor educacional enfrenta um momento de crise que se iniciou após as mudanças nas regras do programa FIES, em 2016, em que houve um aumento no valor dos juros e uma diminuição na quantia ofertada para os financiamentos, dificultando a contratação por parte dos alunos, além de submeter as instituições de ensino a oferecerem outros descontos e de levá-las a provisionarem possíveis perdas, já que o número de inadimplentes estava predisposto a aumentar. Deste modo, os grandes grupos educacionais buscam meios para permanecer no mercado sem depender do FIES, além de ter que lidar com as incertezas políticas e o crescimento da concorrência. (GRUPOS..., 2018).

Como medida advinda da queda de adesões ao FIES, a Revista Isto é menciona que algumas faculdades privadas criaram seus próprios programas de financiamento, permitindo que os alunos parcelem suas mensalidades após o término da graduação, passando para as universidades o risco financeiro no fornecimento de empréstimos, de forma que essa se tornou uma opção para ocupação das salas de aula, que antes estavam vazias e gerando custos. (FINANCIAMENTOS..., 2018).

Nesse contexto, entende-se que a abordagem deste tema é pertinente, visto que é necessária uma análise para avaliação da situação econômico-financeira atual de uma empresa, identificando a sua posição no segmento em que atua, sendo que a utilização do modelo de Lagioia (2011) propõe evidenciar essa condição, além de

possibilitar uma análise de evolução ou involução ao longo de um período e a comparação de desempenho com as demais empresas do setor.

## 1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

Esta monografia está dividida em cinco capítulos, sendo a Introdução no primeiro capítulo, contemplando a contextualização do tema e do problema de pesquisa, o qual se pretende responder através dos objetivos, além disso, é apresentada a delimitação e justificativa de elaboração deste estudo.

O segundo capítulo é formado pelo embasamento teórico, em que são tratados os seguintes tópicos: análise de investimentos no mercado de capitais e os indicadores e passos necessários para aplicação do Modelo de Lagioia (2011).

Já no terceiro capítulo, descreve-se a metodologia utilizada, sendo indicada a classificação da pesquisa, as unidades de análise, a forma de coleta, tratamento e análise dos dados, bem como as limitações do método.

No quarto capítulo, constam os cálculos apontados no Modelo de Lagioia (2011) e a análise dos resultados encontrados para cada ano e empresa segmentados por grupo de indicadores. Apresenta-se, também, a aplicação do Modelo de Lagioia (2011), onde os dados obtidos são organizados e sintetizados, de forma que cada empresa possua um coeficiente por ano para avaliação.

Por fim, tem-se o último capítulo, onde são apresentadas as considerações finais da pesquisa, seguidas pelas referências utilizadas no desenvolvimento do trabalho.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para entendimento das informações prestadas pelo modelo de Lagioia (2011) é necessária uma revisão de conceitos, principalmente daqueles relacionados com o mercado de capitais e análises de desempenho cuja origem e aplicações devem ser compreendidas pelos usuários da análise de investimentos.

### 2.1 ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado financeiro é o local onde há troca de ativos financeiros entre agentes superavitários, que possuem fundos para investir, e os agentes deficitários, que necessitam do empréstimo destes recursos. Desta forma, os valores aplicados pelos agentes superavitários financiam a obtenção de crédito requerida pelos deficitários. (PINHEIRO, 2016). Os intermediários financeiros atendem ambos os agentes, disponibilizando alternativas compatíveis de transações, além de financiamentos que facilitam a realização de investimentos. (ASSAF NETO, 2018).

Para Assaf Neto (2018, p. 9):

Os intermediários financeiros promovem, ainda, a liquidez do mercado ao viabilizarem aplicações e captações financeiras com diferentes expectativas de prazos. É sua função básica satisfazer às preferências dos portfólios dos vários agentes econômicos que conflitam com relação à maturidade de suas operações. Os tomadores desejam, de maneira geral, prazos maiores que aqueles pleiteados pelos poupadores, e as instituições intermediadoras gerenciam esses conflitos por meio de um eficiente planejamento e distribuição de seus fluxos de caixa. Além disso, costumam manter reservas para atender aos saques de seus depositantes.

Existem dois tipos de ativos na economia, os ativos reais, que são bens imobilizados como terrenos, prédios e equipamentos, que podem gerar a produção de bens e serviços, e os ativos financeiros, transmitidos por meio de ações e obrigações, considerados como reivindicações de direito à renda produzida pelos ativos reais. (BODIE; KANE; MARCUS, 2014). Conforme exemplificam, Bodie, Kane e Marcus (2014, p. 23), “[...] se não pudermos ser proprietários de uma fábrica de automóveis (um ativo real), podemos comprar ações da Honda ou da Toyota (ativos financeiros) e, dessa forma, compartilhar da renda derivada da produção de automóveis.”

Bodie, Kane e Marcus (2014, p. 24) citam três tipos de ativos financeiros, são eles: “[...] títulos de dívida, ações e derivativos. Os títulos de renda fixa ou de dívida prometem um fluxo fixo de renda ou um fluxo de renda determinado de acordo com uma fórmula específica.” No que diz respeito à classificação dos ativos financeiros, estes são divididos entre o mercado monetário e o mercado de capitais, conforme ilustrado no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1 - Classificação com Base nos Tipos de Ativo

<b>Mercado</b>	<b>Tipos</b>	<b>Exemplos de operações</b>
<b>Monetário ou de dinheiro</b>	1. Mercado de crédito	Desconto comercial Crédito comercial Crédito bancário Empréstimos a curto prazo
	2. Mercado de títulos	Dívida pública a curto prazo Ativos de empresas Ativos bancários
<b>De capitais</b>	1. Crédito a longo prazo	Empréstimos Créditos sindicados Operações de leasing Operações de vendas a prazo Operações de factoring Operações hipotecárias
	2. Mercado de valores	Bursátil Balcão
	3. Ajudas oficiais	Operações do BNDESPAR

Fonte: Pinheiro (2016, p. 88).

Inserido no mercado financeiro, o mercado de capitais é o local onde ocorrem grandes transações que impactam no desenvolvimento econômico do país, proporcionando muitos recursos para a economia, devido à maneira como une investidores a aqueles que necessitam de investimento. (ASSAF NETO, 2018). Pinheiro (2016, p. 176) ainda define o mercado de capitais como “[...] um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários,

objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores.” É neste mercado, segundo Lagioia (2011, p. 77), que “são negociados diversos tipos de ativos, tais como ações, debêntures e cotas de fundos, [...]” entre outros.

Os títulos negociados no mercado financeiro passam por duas fases, sendo a primeira classificada como primária, onde ocorre a negociação entre os vendedores (agentes deficitários) e os compradores (agentes superavitários), e a segunda, chamada de secundária, em que os títulos são renegociados entre o primeiro comprador e os demais interessados em adquiri-lo. (PINHEIRO, 2016). Assaf Neto (2018) complementa ao afirmar que no mercado primário as próprias companhias vendem suas ações para financiar seus investimentos, enquanto no mercado secundário o investidor que comprou as ações pode repensar no capital aplicado e vender suas ações. No entanto, Carrete e Tavares (2019, p. 189) informam que “nas operações no mercado secundário os recursos não vão para a empresa emissora dos títulos (ações), ou seja, não influenciam o caixa da empresa emissora dos títulos.”

As transações com valores mobiliários ocorrem na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, sendo na Bolsa o local onde ocorre a compra e a venda de títulos do mercado secundário, em que há a necessidade da representação dos investidores por intermédio de corretoras de valores, que possuem experiência e conhecimento das regras de mercado, garantindo transparência e confiança. Já no mercado de balcão, essas negociações não são registradas na Bolsa de Valores, assim como os títulos, mas são processadas eletronicamente por grupos de corretoras. (CARRETE; TAVARES, 2019).

Um dos principais papéis comercializados no mercado de capitais são as ações, que se constituem de cotas de participação sobre uma sociedade anônima, que são negociáveis e distribuídas aos acionistas (detentores das ações) conforme o investimento monetário. (ASSAF NETO, 2018). Para Lagioia (2011), a empresa que abre seu capital na Bolsa de Valores idealiza crescimento e maiores investimentos, pois percebe que só se tornará mais competitiva ao adquirir ganho de escala e visibilidade de mercado, e compreende que, racionalmente, é mais vantajoso vender suas ações do que adquirir financiamento em instituições financeiras.

Assaf Neto (2018) menciona que os ganhos referentes à comercialização das ações podem ser obtidos de outras formas, fora sua cotação diária, podendo ser

pela distribuição de resultados da companhia ou no ganho de uma negociação de venda. Já Siegel (2015, p. 7), afirma que “[...] as ações são o melhor investimento de longo prazo para aqueles que aprendem a resistir à volatilidade de curto prazo.” Mesmo com o fácil acesso e aparente facilidade em ser um investidor, visto a grande quantidade de carteira de ações ao alcance de todos e histórias de pessoas que enriqueceram rapidamente no mercado, na prática não funciona deste modo, pois é preciso acompanhar os investimentos de perto para antever a tendência das ações e obter um equilíbrio entre o risco e a rentabilidade esperada, não se baseando em experiências passadas e intuições. (SIEGEL, 2015).

A definição de investimento se dá pela disponibilidade de recursos que se compromete para obtenção de benefícios futuros. (BODIE; KANE; MARCUS, 2014). De acordo com Assaf Neto (2018, p. 81), “a decisão de investimento deve ser avaliada pelo risco oferecido por um título em relação à rentabilidade prometida”, logo, quanto maior o risco, mais alto tende a ser o lucro esperado. Assaf Neto (2018, p. 204) ainda relembra que “o conceito econômico de investimento ocorre somente no mercado primário; no mercado secundário há uma simples transferência de propriedade entre os investidores, não havendo participação da companhia emissora das ações.”

Com relação aos investidores, Pinheiro (2016) os classifica como particulares e institucionais, sendo o primeiro intitulado às pessoas físicas ou jurídicas que assumem seu próprio risco no momento de compra e venda de ações, e o segundo, aos investidores jurídicos, considerados os mais importantes, que estimulam o mercado financeiro com grandes volumes, consequência de uma determinação governamental que impõe a distribuição de uma parcela do capital no mercado de ações. Deste modo, Carrete e Tavares (2019, p. 194) concluem que

os investidores institucionais são, em geral, aqueles que possuem maior capacidade de investimento e, portanto, suas decisões de investir ou não em uma empresa que está realizando abertura de capital terão importante reflexo no sucesso da operação. Por outro lado, os investidores pessoas físicas são os que possuem menor poder de compra e são classificados como varejo. Sua presença, entretanto, é fundamental para garantir a pulverização da colocação; é por isso que a maioria das emissões reserva uma participação para o varejo.

Segundo lista Pinheiro (2016, p. 199), a regulamentação do mercado de capitais é feita pelo “[...] Conselho Monetário Nacional, a Comissão Técnica da

Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários” que podem normatizar, regular, fiscalizar e assessorar o mercado de capitais. A fim de ilustrar os integrantes destas operações, segue o Quadro 2 com os principais tipos e agentes do mercado de capitais:

Quadro 2 - Principais Agentes do Mercado de Capitais Brasileiros

<b>Tipos</b>	<b>Agentes</b>
<b>Emissores</b>	Companhias abertas
<b>Intermediários</b>	Bancos de investimento Corretoras de mercadorias Corretoras de títulos e valores mobiliários Distribuidoras de títulos e valores mobiliários Agentes autônomos de investimento Administradores de carteira
<b>Administradores de Mercado</b>	Bolsas de valores Depositárias Consultorias
<b>Outros</b>	Analistas de mercado de valores mobiliários Empresas de auditoria Consultorias
<b>Investidores</b>	Pessoas físicas Investidores Empresas Estrangeiros Outros

Fonte: Pinheiro (2016, p. 203).

A opção de investimento no mercado de ações “[...] deve ser precedida de uma análise das expectativas dos rendimentos a serem auferidos ao longo do prazo de permanência em determinada posição acionária e, também, da valorização que venha a ocorrer [...]” (ASSAF NETO, 2018, p. 250). Nessa sequência, o investidor necessita obter uma perspectiva das cotações, já que o aumento no preço influencia em sua rentabilidade.

Como forma de ajudar o investidor na decisão de compra e venda de ações, existem métodos como a análise técnica ou gráfica, que examina o histórico antigo

de preços e volumes negociados, e a análise fundamentalista, que estuda os fundamentos econômico-financeiros para estabelecer índices de preço, que influenciam na decisão do investidor. (CARRETE; TAVARES, 2019). Em complemento, Porto (2015) finaliza dizendo que estas análises foram criadas por escolas, e que o objetivo da análise fundamentalista é encontrar o preço justo de uma ação, derivando do uso de indicadores e demonstrações que projetam o lucro esperado. Enquanto, na Análise Técnica, são analisados o mercado e o comportamento da empresa, sem verificação da sua situação econômico-financeira.

Porto (2015, p. 37) salienta que “analisar a performance de um investimento vai além da simples mensuração do seu retorno, é necessário conhecer os riscos incorridos que podem afetar o ganho esperado”, sendo esta incerteza quanto ao risco, que faz com que os investidores busquem alternativas que lhe tragam segurança na hora de investir. Porto (2015) ainda comenta que, para atingir a sua meta, o investidor precisa conhecer seu grau de aversão ao risco, mediante uma análise de perfil, que é definida com base no seu conhecimento, renda, idade, entre outros fatores.

Conforme exposto pelos autores, no mercado financeiro ocorrem inúmeras negociações, onde a pessoa física ou jurídica tem que analisar e perceber onde e qual o momento mais propício para realizar suas movimentações financeiras com maior segurança, uma vez que o mercado é competitivo e instável. Aos investidores cabe comparar e analisar suas transações financeiras, além de acompanhar as tendências de mercado, para não correrem o risco de perder o capital investido. Sendo assim, aplicações não são decisões fáceis, mas podem ser vantajosas se forem bem estudadas e baseadas em um conhecimento sólido de investimentos.

## 2.2 INDICADORES DO MODELO DE LAGIOIA (2011)

O modelo de avaliação de ações de Lagioia (2011) conta com quatro grupos de indicadores, sendo eles, de mercado, liquidez, endividamento e rentabilidade. No mercado de capitais, alguns índices são mais relevantes que outros, deste modo, Lagioia (2011) concebe uma proposta de análise mais direta no que concerne à necessidade do investidor para tomada de decisão. Matarazzo (2011, p. 82) enfatiza que “o importante não é o cálculo de grande número de índices, mas de um conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa, segundo o grau de

profundidade desejada da análise.” Estes índices são extraídos tendo como base as demonstrações contábeis e financeiras, derivando principalmente do Balanço Patrimonial, da Demonstração do Resultado do Exercício e das Notas Explicativas.

A técnica de análise por quocientes foi um avanço da contabilidade, tornando possível a comparação de grupos de contas contábeis sem a necessidade de uma análise individual, permitindo extrair e comparar tendências, não só de informações passadas como também de disposições futuras, contribuindo para a prática de atuações preventivas. (IUDÍCIBUS, 2017).

De acordo com Lins e Francisco Filho (2012, apud ALVES, 2018, p. 24):

Os indicadores econômico-financeiros representam instrumentos essenciais para obter êxito na captação de recursos. Essas ferramentas servem como base para que os acionistas e investidores verifiquem a posição, tanto econômica, quanto financeira da organização, assim como é possível avaliar possíveis riscos que possam vir a sofrer. Desse modo, os indicadores auxiliam para que os investidores tomem a melhor decisão com relação à aplicação do capital.

Lagioia (2011) utilizou indicadores expressos na Análise Fundamentalista de ações para criar seu modelo de avaliação, além de declarar que “o presente modelo teve livre inspiração no modelo proposto por Matarazzo, o qual pode ser encontrado em seu livro *Análise de Balanços*.” (LAGIOIA, 2011, p. 216, grifo do autor).

Alves (2018, p. 25) ressalta que “[...] não basta somente realizar os cálculos, é preciso também compará-los com períodos diferentes ou ainda com indicadores de outras empresas que atuem no mesmo ramo ou com características equivalentes.” Para o processo de avaliação, é importante que a origem dos dados seja de empresas do mesmo ramo de atuação, anulando o efeito de atratividade devido à conjuntura do setor. (LAGIOIA, 2011).

Sendo assim, são apresentados a seguir os indicadores do modelo de Lagioia (2011), indicando sua fórmula de cálculo e interpretação.

### **2.2.1 Indicadores de Mercado**

Os indicadores de mercado mostram a relação entre o desempenho da empresa com o valor de suas ações no mercado, servindo de interesse aos investidores, acionistas e analistas, que avaliam constantemente a evolução das cotações por meio destes indicadores. (ASSAF, 2018). Para Camloffski (2014, p. 39)

“os índices de valor de mercado demonstram a imagem que a empresa tem perante seus investidores e perante o mercado.”

### a) Distribuição de Dividendos (*Pay Out*)

Este índice demonstra o percentual de participação do acionista sobre o lucro líquido apurado no último exercício, pago na distribuição de dividendos da companhia em forma de remuneração. (PINHEIRO, 2016), sendo calculado da seguinte forma:

$$\text{Pay Out} = \frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro Líquido}}$$

“Quanto maior se apresentar esse indicador de pagamento de dividendos, menor será a proporção de recursos próprios, proveniente de decisões de retenção de lucros, utilizada pela empresa em sua atividade.” (ASSAF NETO, 2018, p. 209). Assim, quanto menor o lucro, maior o percentual de distribuição ao acionista (*Pay Out*), porém, quanto maior o lucro, maior será o montante distribuído.

Desta forma, o *Pay Out* é resumido conforme Quadro 3 a seguir:

Quadro 3 - Análise de *Pay Out*

	<b>Menor <i>Pay Out</i></b>	<b>Maior <i>Pay Out</i></b>
Pagamento de Dividendos aos Acionistas	Menor	Maior
Retenção de Lucros	Maior	Menor
Valorização Esperada da Ação	Maior	Menor

Fonte: Assaf Neto (2018, p. 209).

A redução do índice *Pay Out* procedente do aumento da retenção de lucros, advém de empresas em fase de crescimento que, ao invés de distribuírem todo o seu lucro, costumam reter parte dele com a intenção de financiar seus investimentos. Já empresas de setores estáveis elevam o percentual deste índice para aumentar o valor pago de dividendos aos acionistas, redirecionando uma parcela maior dos seus resultados para o pagamento de dividendos. (ASSAF NETO, 2015).

Para Assaf Neto (2018, p. 210), da empresa que “[...] reinveste menos por reter menos lucros, é esperada uma menor taxa de crescimento dos resultados futuros e, em consequência, uma menor valorização em seus preços de mercado.” Sendo assim, o investidor que compra ações visando o rendimento distribuído, avalia o lucro e a estabilidade da empresa, já os investidores que priorizam o ganho de capital por meio da valorização no preço da ação, analisam o crescimento futuro da empresa, avaliando sua imagem no mercado financeiro. (ASSAF NETO, 2018).

### **b) Retorno de Caixa (*Yield*)**

Este indicador reflete o rendimento efetivamente recebido pelo acionista, por meio da distribuição de dividendos, correspondente ao capital inicial investido no momento da compra do ativo financeiro. Ou seja, é a distribuição do lucro obtido por cada ação. (PINHEIRO, 2016).

Para calculá-lo, basta aplicar a fórmula a seguir:

$$Yield = \frac{\text{Dividendos distribuídos por ação}^1}{\text{Cotação da ação}}$$

Para Pinheiro (2016, p. 555), “sua interpretação é: quanto mais alta é a rentabilidade por dividendos, melhor é para o acionista. Valores elevados podem indicar pagamentos extraordinários.”

Para melhor compreensão do resultado deste indicador, apresenta-se um exemplo no Quadro 4:

Quadro 4 - Exemplo de Aplicação do Indicador *Yield*

<b>Empresa A</b>	<b>Empresa B</b>
Dividendo por ação - R\$ 1,00	Dividendos por ação - R\$ 0,50
Cotação da ação no mercado - R\$ 20,00	Cotação da ação no mercado - R\$ 5,00

Fonte: Lagioia (2011, p. 211).

Conforme o exemplo apresentado, ao aplicar a fórmula, a empresa A apresentou 0,05, enquanto a empresa B, 0,10 de rendimento ao acionista, sendo

<sup>1</sup> Valor de dividendos distribuídos dividido pela quantidade média ponderada de ações em circulação.

assim, mesmo que o valor de dividendos seja maior na empresa A, ela detém um ganho menor sobre a cotação da ação ao comparar com a empresa B.

### c) Preço Lucro

O uso deste indicador determina em quanto tempo (em anos) irá se recuperar o capital investido, dividindo o preço da ação pelo lucro por ação (lucro da empresa dividido pelo número das ações), permitindo que se compare o melhor custo/benefício de um investimento (PORTO, 2015), já que “indica quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade monetária de lucro referente à ação em questão.” (CAMLOFFSKI, 2014, p. 39).

De acordo com Assaf Neto (2018, p. 253), “o índice preço/lucro constitui-se em um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise de ações, sendo bastante utilizado pelos investidores.”

Para calcular este indicador, faz-se uso da seguinte fórmula:

$$\text{Preço Lucro} = \frac{\text{Valor da cotação da ação}}{\text{Lucro por ação}^2}$$

Segundo Pinheiro (2016), quanto menor for o resultado do indicador, melhor será para o investidor, pois, o investimento se “pagaria” em um menor período de tempo, se houver distribuição de lucro corrente por parte da empresa. Caso contrário, Camloffski (2014) afirma que, se o investidor confia na empresa, pode estar disposto a pagar um valor maior na compra de suas ações.

É necessário, segundo Pinheiro (2016, p. 548, grifo do autor), alguns cuidados na interpretação deste índice, pois:

- O índice P/L pressupõe que o lucro de um ano se repetirá, o que em geral não acontece.
- O índice P/L é muito simplista. Se uma empresa realizou investimentos na produção física ou no capital de giro, é provável que nos períodos iniciais ela não tenha lucro, mas isso não quer dizer que ela não tenha fundamento.
- O lucro pode ser influenciado por  $n$  fatores.
- O lucro dificilmente retorna totalmente para o acionista.
- O lucro não é necessariamente caixa.

---

<sup>2</sup> Lucro Líquido dividido pela quantidade média ponderada de ações em circulação.

Lagioia (2011) destaca que, se o valor da ação estiver acima do seu valor justo ou se a empresa apresentar uma queda no ganho por ação, o indicador aumenta, e de modo contrário, se a cotação estiver muito acessível ou o lucro for favorável, provoca uma redução no indicador.

#### **d) Preço Valor Patrimonial**

Com conceito semelhante ao Preço Lucro, este indicador analisa o valor patrimonial por ação ao invés do lucro, sendo que é verificado o tempo (em anos) em que o investidor obterá retorno do capital aplicado se o valor patrimonial fosse mantido de acordo com a demonstração do último exercício. (LAGIOIA, 2011). Para encontrar o valor patrimonial por ação, basta dividir o valor do Patrimônio Líquido pelo número de ações que a companhia possui.

Sendo assim, para apuração deste índice, é apresentada a seguinte fórmula:

$$\text{Preço Valor Patrimonial} = \frac{\text{Valor da cotação da ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}^3}$$

Porto (2015, p. 201) menciona que “[...] quanto menor o indicador, mais subavaliada está a ação. Ou seja, um P/VPA = 1 significa que a ação está cotada a 100% do seu valor patrimonial, acima disso a ação está sendo superavaliada pelo mercado.” Logo, quanto menor o índice, mais “barata” está ação, gerando uma oportunidade de compra, e se o índice estiver alto, cria-se uma oportunidade de venda.

Para Pinheiro (2018), essa relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial permite conhecer o valor da empresa perante o mercado. Dado que “o conceito fundamental é que uma empresa deveria valer o seu patrimônio líquido, que corresponde ao capital investido pelos acionistas mais os lucros não distribuídos.” (PINHEIRO, 2016, p. 550).

---

<sup>3</sup> Patrimônio Líquido dividido pela quantidade de ações em circulação, exceto tesouraria.

## 2.2.2 Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez são medidas de avaliação que tem por finalidade evidenciar a situação financeira da empresa perante seus compromissos. (ASSAF NETO, 2012). Ou seja, têm o objetivo de descobrir se a empresa possui capacidade de liquidar suas dívidas. “São indicadores extraídos apenas do balanço patrimonial, razão por que são considerados indicadores estáticos” (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010, p. 148), motivo pelo qual a análise se refere a um momento específico, conforme o período estudado.

Padoveze e Benedicto (2010, p. 147) explicam que

a palavra *liquidez* em finanças significa a disponibilidade em moeda corrente para fazer pagamentos. Decorre de líquido e liquidação. Liquidar significa extinguir obrigação. Um ativo líquido é um ativo sem possibilidade de redução. Portanto, os índices de liquidez querem medir se os bens e direitos da empresa (ativos) são suficientes para a liquidação das dívidas.

### a) Liquidez Geral

O índice de Liquidez Geral utiliza todos os ativos realizáveis e passivos exigíveis, conectando o curto com o longo prazo, a fim de mostrar a capacidade de pagamento geral da empresa. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010).

Para Assaf Neto (2015), a análise deste índice é vista como uma forma de medir a segurança financeira da empresa no que se refere ao cumprimento de suas obrigações no longo prazo.

A apuração deste indicador é expressa pela seguinte fórmula:

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

No resultado, é demonstrado que “de cada \$ 1 que a empresa mantém de dívida, o quanto existe de direitos e haveres no ativo circulante e no realizável a longo prazo” (ASSAF NETO, 2015, p. 188), em outras palavras é “quantos reais temos a receber para cada um real que temos a pagar.” (BRUNI, 2014, p. 126).

De acordo com Lins e Francisco Filho (2012), se o resultado for menor do que 1,0 sinaliza que a empresa possivelmente apresenta situação de insolvência, e quanto mais inferior a 1,0, pior é sua situação de liquidez. Entretanto, “índices

maiores que 1,0 revelam que há mais recursos aplicados em ativos conversíveis em moeda do que em obrigações, tanto a curto quanto a longo prazo.” (CAMARGO; 2007, p. 198).

## **b) Liquidez Corrente**

O índice de liquidez corrente é considerado o indicador mais utilizado na avaliação da capacidade de pagamento de uma empresa, relacionando os ativos de curto prazo, denominados como ativos circulantes, com os passivos que contêm dívidas de curto prazo, classificados como passivos circulantes. Ou seja, determina se a quantidade de ativos de curto prazo é suficiente para o pagamento dos passivos de curto prazo. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010).

Para calcular este indicador é necessário utilizar a seguinte fórmula:

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

De modo geral, um resultado acima de 1,00 é considerado bom, abaixo disto, significa que a empresa não teria condições de pagar suas dívidas de curto prazo, caso fosse necessário, com os valores imediatamente conversíveis em dinheiro. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010). Outro conceito empregável, segundo Padoveze e Benedicto (2010), é o parâmetro “*quanto maior, melhor*”, pois se entende que quanto maior a liquidez, maior é a quantidade de capital de giro da empresa, demonstrando segurança para seus credores, uma vez que irá refletir uma garantia de sua capacidade de pagamento.

Como forma de exemplificar, Bruni (2014, p. 129) menciona que “um índice de liquidez corrente igual a 1,50 indica que a empresa possui cerca de \$ 1,50 a realizar em 12 meses para cada \$ 1,00 que registra a pagar no mesmo horizonte temporal.” Mesmo nos casos em que o índice for menor que 1,00 “[...] nem sempre significa perda da capacidade de pagamento; pode significar uma Administração Financeira mais rigorosa (o que é louvável) diante, por exemplo, da inflação, do crescimento da empresa etc.” (MARION, 2012, p. 77).

### c) Liquidez Seca

O índice de Liquidez Seca:

[...] representa o quanto a empresa possui a realizar no curto prazo, sem considerar a venda dos estoques, para cada real registrado a pagar. Por exemplo, um índice de liquidez seca igual a 1,20 indicada para cada real que a empresa deverá quitar nos próximos 12 meses possui registrado a realizar no ativo circulante a importância de \$ 1,20, sem considerar a eventualidade da venda dos estoques. (BRUNI, 2014, p. 131).

Este indicador é semelhante ao índice de Liquidez Corrente, porém, exclui o estoque na verificação da capacidade de pagamento da empresa, sendo útil principalmente nos momentos onde há uma rotação de estoques abaixo do esperado, podendo ser um reflexo de uma má gestão em relação ao volume adquirido de material. (SILVA, 2017). “Após retirarmos os estoques do cálculo, a liquidez da empresa passa a não depender de elementos não monetários, suprimindo a necessidade do esforço de venda para quitação das obrigações de curto prazo.” (LAGIOIA, 2011, p. 212).

Desta forma, para apurar este índice é aplicada a seguinte fórmula:

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Para determinar a situação financeira da empresa, faz-se necessária uma análise em conjunto com o indicador de Liquidez Corrente, dado que, se resultar em um baixo nível de Liquidez Seca e o índice de Liquidez Corrente apresentar um resultado satisfatório, a empresa ainda estará em uma situação financeira aceitável, tornando este indicador um coadjuvante na análise. (MATARAZZO, 2010).

Esta relação é compreendida no Quadro 5 a seguir:

Quadro 5 - Liquidez Seca x Liquidez Corrente

Liquidez		Liquidez Corrente	
	Nível	Alta	Baixa
Liquidez Seca	<b>Alta</b>	Situação financeira boa	Situação financeira em princípio insatisfatória, mas atenuada pela boa Liquidez Seca. Em certos casos pode até ser considerada razoável
	<b>Baixa</b>	Situação financeira em princípio satisfatória. A baixa Liquidez Seca não indica necessariamente comprometimento da situação financeira. Em certos casos pode ser sintoma de excessivos estoques "encalhados"	Situação financeira insatisfatória

Fonte: Matarazzo (2010, p. 108).

A interpretação é basicamente a mesma para todos os demais índices de liquidez, “quanto maior, melhor.” Entretanto, de acordo com Padoveze e Benedicto (2010, p. 152), “não há um parâmetro técnico conclusivo para avaliar se o dado é bom ou ruim. Alguns autores, por experiência prática, entendem que acima de 0,50 é aceitável para o comércio, e acima de 0,70 o é para as indústrias.”

### 2.2.3 Indicadores de Endividamento

Estes índices “[...] servem para evidenciar o grau de endividamento da empresa em decorrência das origens dos Capitais investidos no Patrimônio.” (RIBEIRO, 2015, p. 156). Evidenciando se a maior fonte de recursos é de Capital Próprio ou de Terceiros.

Segundo Marion (2012, p. 95), para análise do endividamento é necessário conhecer as seguintes características:

- empresas que recorrem a dívidas como um complemento dos Capitais Próprios para realizar aplicações produtivas em seu Ativo (ampliação, expansão, modernização etc.). Esse endividamento é sadio, mesmo sendo um tanto elevado, pois as aplicações produtivas deverão gerar recursos para saldar o compromisso assumido;
- empresas que recorrem a dívidas para pagar outras dívidas que estão vencendo. Por não gerarem recursos para saldar seus compromissos, elas recorrem a empréstimos sucessivos. Permanecendo esse círculo vicioso, a empresa será séria candidata à insolvência; conseqüentemente, à falência. (MARION, 2012, p. 95).

Em vista disso, o resultado é influenciado por decisões financeiras de financiamento e investimento, em que a empresa determina a obtenção e aplicação dos recursos necessários para a sua gestão, adotando uma política de financiamento, na qual deve considerar, além do custo, o grau de risco em relação à proporção utilizada de capital próprio e de terceiros, atentando para o nível de endividamento da instituição. (SILVA, 2017).

#### **a) Participação de Capitais de Terceiros**

Para Lagioia (2011, p. 212), este indicador “revela os níveis totais de uso de capitais de terceiros, composto pelas fontes de curto prazo, passivo circulante (PC), e não circulante (PNC), em relação ao uso dos capitais próprios, patrimônio líquido (PL).” Assim, possibilita conhecer o nível de participação de Capital de Terceiros para cada R\$ 1,00 de Capital Próprio. (RIBEIRO, 2015).

Para isso, é necessária a aplicação da seguinte fórmula:

$$\text{Participação de Capital de Terceiros} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

O resultado revela o grau de risco financeiro da empresa, pois quanto maior for o índice, maior será a dependência da empresa sobre os recursos de terceiros (LAGIOIA, 2011), sendo assim, quanto menor for este quociente, melhor.

Perez Junior e Begalli (2015, p. 316) afirmam que um grau de endividamento “maior que 1, por exemplo 1,2, significa que para cada R\$ 1,00 de capital próprio a empresa captou R\$ 1,20 de capital de terceiros.”

Desta forma, para a correta interpretação dos dados, Ribeiro (2015) menciona que é necessário considerar que:

- a) ao diminuir a participação de recursos de terceiros, conseqüentemente diminuirá o grau de endividamento da empresa, além de gerar maior liberdade financeira para tomada de decisões;
- b) quando o capital de terceiros for maior que 1 ou 100%, indicará a existência de dependência da empresa frente aos seus credores, tornando-a sujeita às imposições postas, tais como: alta de juros, prazo menor de pagamento, dificuldade de obtenção de créditos etc.);
- c) se o grau de endividamento for muito alto, a empresa passará por dificuldades para conseguir recursos financeiros no mercado, pois não terá garantias suficientes para oferecer, independente que o motivo seja destinado à expansão ou liquidação de dívidas imediatas;
- d) o financiamento por meio de capitais terceiros sempre existirá, seja para financiar débitos com fornecedores, governo, entre outros. O importante é a administração da empresa fazer com que os juros pagos se tornem menores que os lucros obtidos com os recursos;
- e) a interpretação deste quociente deve ser comparada com padrões; pois seu nível de endividamento é considerado normal se as demais empresas do setor apresentarem um grau semelhante. De maneira contrária, demonstram indícios de falência, mas se existir uma renovação contínua das dívidas, a empresa poderá sobreviver.

## **b) Imobilização do Patrimônio Líquido**

O cálculo deste indicador expressa um quociente, que revela quanto de recursos próprios foi investido no ativo imobilizado. Em outras palavras, quanto está aplicado no imobilizado e intangível da empresa para cada R\$ 1,00 provido pelos sócios. (BRUNI, 2014).

Para obtenção deste quociente é aplicada a seguinte fórmula:

$$\text{Imobilização do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Imobilizado} + \text{Investimento} + \text{Intangível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Por exemplo, se o resultado for 1,2, demonstra que, para cada R\$ 1,20 investidos no ativo imobilizado, R\$ 1,00 derivou do patrimônio líquido e R\$ 0,20, de terceiros. Em contrapartida, se o índice for 0,7, número inferior a 1,0 (100%) significa que, R\$ 0,70 foram originados de cada R\$ 1,00 do patrimônio líquido e R\$ 0,30 de capital próprio remanescente foram aplicados no ativo realizável, sinalizando uma operação de capital de giro próprio na empresa. (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015).

“A análise desse indicador nos mostra que quanto mais a empresa transfere recursos do patrimônio líquido para os ativos imobilizados e intangíveis, menos capital próprio sobrar para o financiamento do seu ativo circulante [...]” (LAGIOIA, 2011, p. 213). Em vista disso, quanto menor for o resultado deste indicador, maior será a folga financeira da empresa a fim de quitar suas dívidas. (BRUNI, 2014).

#### **2.2.4 Indicadores de Rentabilidade**

Verificar a rentabilidade de uma empresa é tido como uma das partes mais relevantes da análise financeira, tornando-se um método de avaliação global de desempenho, que além de mensurar o retorno do capital investido, identifica os fatores que impactaram a rentabilidade. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010).

Segundo Ribeiro (2015, p. 171), “os Quocientes de Rentabilidade servem para medir a capacidade econômica da empresa, isto é, evidenciam o grau de êxito econômico obtido pelo Capital investido na empresa.” Em vista disso, “quanto maior o retorno ou a rentabilidade de uma operação, geralmente maiores são as possibilidades de criação de valor.” (BRUNI, 2014, p. 210).

Na procura por maior segurança e menor risco financeiro, as empresas procuram elevar suas aplicações de curto prazo, contudo, para aumentar sua rentabilidade é preciso diminuir o volume de capital de giro, utilizando suas fontes de recursos de curto prazo. Desta forma, a segurança (liquidez) x rentabilidade agem de maneira contrária, ou seja, uma elevação da liquidez reduz o risco, mas diminui a rentabilidade e vice-versa, devendo a empresa decidir qual a quantidade de capital circulante líquido é suficiente para atender suas expectativas de risco-retorno. (ASSAF NETO, 2015).

### a) Retorno sobre o Investimento

No ponto de vista administrativo, este índice avalia a eficiência dos ativos disponíveis da empresa na geração de resultados (LAGIOIA, 2011), tendo como objetivo demonstrar “[...] o potencial de geração de lucros por parte da empresa, isto é, quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada \$ 1 de Investimentos totais” (RIBEIRO, 2015, p. 173).

Em concordância, Bruni (2014, p. 213, grifo do autor) descreve que:

O índice de retorno sobre o investimento, mais conhecido como ROI, do inglês *Return On Investment*, é, provavelmente, o mais importante indicador de análise contábil financeira. Representa a relação entre os resultados da entidade e o volume de recursos nela investidos por sócios e terceiros, valor representado pelo ativo total da empresa.

Sendo calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{Retorno sobre o Investimento} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total (Médio)}}$$

$$\text{Ativo Total Médio} = (\text{Ativo Inicial} + \text{Ativo Final}) / 2$$

Se o quociente for positivo, é sinal de que houve retorno sobre o investimento, se for negativo, significa que o custo foi maior que o ganho, em caso de resultado nulo (igual à zero), demonstra igualdade entre o valor investido com o retorno obtido. Além de auferir a rentabilidade, este resultado permite comparar a atratividade de diferentes investimentos, independente da diferença de custo entre eles. (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2018 apud ALVES, 2018).

É possível conhecer o tempo necessário de recuperação do investimento, mediante uso de regra de três. Multiplica-se o quociente encontrado por 100, para obter o percentual equivalente a 1 ano, sendo “x” anos igual a 100%. (RIBEIRO, 2015).

### b) Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Para Lins e Francisco Filho (2012, p. 176), o indicador de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE – *Return on Equity*) “indica quanto a empresa obtém de

lucro durante certo período para cada real de recursos próprios investidos no negócio.” Isto é, do valor empregado pelos sócios, quanto retornou de Lucro Líquido. “Dessa forma, o ROE é um indicador econômico-financeiro que visa mostrar aos investidores o retorno obtido com seu capital.” (ALVES, 2018, p. 135).

Para calculá-lo, é aplicada a seguinte fórmula:

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido (Médio)}}$$

$$\text{Patrimônio Líquido Médio} = (\text{Patrimônio Líquido Inicial} + \text{Patrimônio Líquido Final}) / 2$$

Assim como o indicador de retorno sobre o investimento, a interpretação deste quociente pode ser feita em anos, demonstrando ao acionista, quanto tempo é necessário para obter retorno sobre o capital investido. (RIBEIRO, 2015). Alves (2018) completa explicando que este indicador exibe a capacidade da empresa em produzir lucros para os investidores. Logo, “quanto mais alto o indicador, maior lucro obteve a empresa em relação aos valores próprios investidos.” (LINS; FRANCISCO FILHO, 2012, p. 176). Entretanto, Perez Junior e Begalli (2015, p. 325) afirmam que “o índice satisfatório dependerá da expectativa do investidor e da média do setor.”

Outra vantagem desse quociente é poder compará-lo com as demais taxas de mercado, uma vez que essa comparação torna possível avaliar empresas de acordo com a rentabilidade oferecida. (LAGIOIA, 2011).

### **c) Margem de Lucro**

A Margem de Lucro, também chamada de Margem Operacional (MO), é um índice que decorre da sobra do valor unitário de venda, depois do pagamento dos produtos e despesas próprias, sem considerar as despesas financeiras e o imposto de renda. Ou seja, compreende o ganho da empresa, após a dedução dos custos e despesas de operação, tanto administrativos quanto comerciais, retirando os gastos com juros. (BRUNI, 2014).

Para Ribeiro (2015, p. 172), “o quociente revela a margem de lucratividade obtida pela empresa em função do seu faturamento, isto é, quanto a empresa obteve de Lucro Líquido para cada \$ 1 vendido.”

Para obter este quociente de margem de lucro é aplicada a seguinte fórmula:

$$\text{Margem de Lucro} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

Apresentado em forma de percentual, a margem de lucro permite que o usuário da análise tenha conhecimento da geração e consumo de recursos para atingir a receita desejada. (ALVES, 2018). De modo geral, quanto mais alto este índice, mais lucrativa é a operação da empresa. (BRUNI, 2014).

Segundo Ribeiro (2015, p. 173), “a interpretação deste quociente deve ser direcionada a verificar a Margem de Lucro da empresa em relação às vendas.” Já conforme Silva (2017), não há um índice ideal antes de comparar o resultado apurado com a média do segmento, pois conforme o autor “muitos fatores podem influenciar a rentabilidade sobre as vendas, entre os quais destacamos o ramo de atividade, a rotação dos estoques, mercados, custos de produção, produtividades, entre outros.” (SILVA, 2017, p. 154).

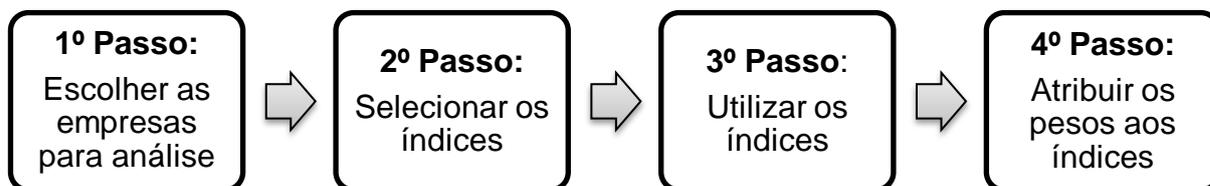
### 2.3 PASSOS DO MODELO DE LAGIOIA (2011)

Para aplicar o método de análise de ações proposto por Lagioia (2011), não basta somente aplicar os indicadores apresentados no Capítulo 2.2, existe uma ordem e conceitos que devem ser adotados, a fim de determinar quanto aquele resultado foi positivo ou negativo, e comparar o desempenho obtido com as demais empresas do setor de atuação. São destinados pesos para cada indicador e índices, conforme sua importância na análise, e definidas notas e conceitos de acordo com os resultados dos indicadores.

Esta análise traz uma visão geral do desempenho da companhia, sendo possível realizar uma avaliação que possibilita perceber, através de fundamentos contábeis e econômicos, qual das empresas estudadas apresenta aos investidores maior probabilidade de retorno de investimento, de acordo com o período analisado. (LAGIOIA, 2011).

A seguir, a Figura 1 apresenta a ordem dos passos do modelo de análise de Lagioia (2011):

Figura 1 - Passos do Modelo de Lagioia (2011)



Fonte: Elaborado pela autora, com base em Lagioia (2011).

O primeiro passo compreende a escolha das empresas, cujo critério de seleção é o mesmo segmento de atuação, para neutralizar a atratividade causada pelo setor. O segundo passo, é selecionar os índices, que no modelo de Lagioia (2011) é constituído pelo grupo de indicadores de mercado, liquidez, endividamento e rentabilidade. Após o cálculo dos índices selecionados, aplica-se o terceiro passo, que constitui na organização dos resultados obtidos em uma escala com cinco conceitos e notas de desempenho. (LAGIOIA, 2011).

Esta escala é apresentada no Quadro 6 a seguir:

Quadro 6 - Escala de Notas x Conceitos

Notas	2	4	6	8	10
Conceito	fraco	razoável	bom	ótimo	excelente

Fonte: Lagioia (2011, p. 217).

A nota, juntamente com o conceito, é determinada de acordo com a interpretação do quociente quando comparado com os demais resultados, sendo ordenado do conceito mais fraco ao excelente. É importante observar, que os indicadores de Liquidez, Rentabilidade e de Mercado (*Pay Out e Yield*) são interpretados nesta escala de forma que, quanto mais altos os índices, melhor é o conceito, já os indicadores de Endividamento e de Mercado (preço lucro e preço patrimonial), quanto menores os índices, melhor é o conceito. (LAGIOIA, 2011).

De acordo Lagioia (2011), nesta etapa do modelo percebe-se que:

- A escala proposta é de 5 pontos, mas é possível ampliá-la para 6 ou 7 pontos, incluindo conceitos entre os intervalos já dispostos.
- No modelo são utilizadas 5 empresas para análise, porém, em uma análise com mais empresas, recomenda-se o uso da classificação estatística dos conceitos por escalas de intervalo. Por exemplo, um

total de 20 empresas, se enquadrariam 4 empresas para cada conceito de acordo com a ordem de desempenho do indicador.

Para entender a utilização dos índices, a Tabela 1 mostra resultados fictícios a fim de exemplificar esta aplicação.

Tabela 1 - Modelo de Disposição dos Índices das Empresas

<b>Indicadores</b>	<b>Empresa A</b>	<b>Empresa B</b>	<b>Empresa C</b>	<b>Empresa D</b>	<b>Empresa E</b>
<i>Pay Out</i>	31,16	32,92	38,4	72,37	35,17
<i>Yield</i>	3,69	3,66	3,43	3,65	4,69
Preço Lucro	4,24	3,72	4,39	9,51	3,9
Preço Valor Patrimonial	1,64	1,25	1,11	2,48	0,91
Liq. Geral	1,23	2,08	0,71	0,84	1,06
Liq. Corrente	1,89	2,29	2,45	1,9	2,69
Liq. Seca	1,23	1,47	1,22	1,53	1,54
Part. Capital de Terceiros	105,47	68,55	192,81	372,75	83,51
Imob. Patrimônio Líquido	74,55	18,2	99,45	151,35	68,8
Retorno de Investimentos	19,95	24,25	6,67	18,33	11,69
Retorno Pat. Líquido	51,61	58,59	31	76,56	25,85
Margem de Lucro	17,29	22,38	9,4	41,24	20,53

Fonte: Adaptada de Lagioia (2011, p. 217).

Segundo Lagioia (2011), para coleta dos dados dos indicadores de mercado, é necessária a última declaração da empresa para o índice de *Pay Out* e, para os índices de *Yield*, Preço Lucro e Preço Valor Patrimonial, a mais atual possível. Para os indicadores de Liquidez, Endividamento e Rentabilidade as informações constam na última divulgação trimestral da companhia.

Estas informações podem ser encontradas no site das empresas, na área de relacionamento com o investidor e nas demonstrações financeiras e econômicas divulgadas na Bolsa Valores.

Logo, os quocientes encontrados indicados na Tabela 1, estão dispostos na escala conforme demonstrado no Quadro 7 a seguir:

Quadro 7 - Modelo de Escala dos Indicadores

Indicador	Notas	2	4	6	8	10
	Conceito	Fraco	Razoável	Bom	Ótimo	Excelente
Mercado	Pay Out	Empresa A 31,16	Empresa B 32,92	Empresa E 35,17	Empresa C 38,40	Empresa D 72,37
	Yield	Empresa C 3,43	Empresa D 3,65	Empresa B 3,66	Empresa A 3,69	Empresa E 4,69
	Preço Lucro	Empresa D 9,51	Empresa C 4,39	Empresa A 4,24	Empresa E 3,90	Empresa B 3,72
	Preço Valor Patrimonial	Empresa D 2,48	Empresa A 1,64	Empresa B 1,25	Empresa C 1,11	Empresa E 0,91
Liquidez	Liquidez Geral	Empresa C 0,71	Empresa D 0,84	Empresa E 1,06	Empresa A 1,23	Empresa B 2,08
	Liquidez Corrente	Empresa A 1,89	Empresa D 1,90	Empresa B 2,29	Empresa C 2,45	Empresa E 2,69
	Liquidez Seca	Empresa C 1,22	Empresa A 1,23	Empresa B 1,47	Empresa D 1,53	Empresa E 1,54
Endividamento	Part. Cap. Terceiros	Empresa D 372,75	Empresa C 192,81	Empresa A 105,47	Empresa E 83,51	Empresa B 68,55
	Imobilização Pat. Líquido	Empresa D 151,35	Empresa C 99,45	Empresa A 74,55	Empresa E 68,80	Empresa B 18,20
Rentabilidade	Retorno Investimento	Empresa C 6,67	Empresa E 11,69	Empresa D 18,33	Empresa A 19,95	Empresa B 24,25
	Retorno Pat. Líquido	Empresa E 25,85	Empresa C 31,00	Empresa A 51,61	Empresa B 58,59	Empresa D 76,56
	Margem de Lucro	Empresa C 9,40	Empresa A 17,29	Empresa E 20,53	Empresa B 22,38	Empresa D 41,24

Fonte: Adaptado de Laggioia (2011, p. 218-220).

Após a distribuição dos quocientes encontrados de cada empresa de acordo com a escala de conceitos, aplica-se o quarto passo do modelo, do qual são atribuídos os pesos aos índices. Estes pesos são correspondentes ao grau de importância que cada índice tem no modelo. (LAGIOIA, 2011).

Os pesos atribuídos estão apresentados na Tabela 2 a seguir:

Tabela 2 - Pesos dos Índices

<b>Indicadores</b>	<b>Peso</b>
<i>Pay Out</i>	0,05
<i>Yield</i>	0,20
Preço Lucro	0,60
Preço Valor Patrimonial	0,15
<b>Indicadores de Mercado</b>	<b>1,00</b>
Liquidez Geral	0,30
Liquidez Corrente	0,50
Liquidez Seca	0,20
<b>Indicadores de Liquidez</b>	<b>1,00</b>
Participação de Capital de Terceiros	0,60
Imobilização do Patrimônio Líquido	0,40
<b>Indicadores de Endividamento</b>	<b>1,00</b>
Retorno de Investimentos	0,20
Retorno Patrimônio Líquido	0,50
Margem de Lucro	0,30
<b>Indicadores de Rentabilidade</b>	<b>1,00</b>

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011, p. 221).

Quanto maior o peso dado ao índice, mais alta é sua importância, em exemplo, o índice Preço Lucro, que Lagioia (2011, p. 221) justifica sua representatividade afirmando que “[...] este indicador resume muitas informações importantes para o mercado, tais como, a lucratividade da empresa e o seu impacto na ação e o preço da ação e sua relação com o retorno oferecido pelo papel.” Em contrapartida, o índice *Pay Out* possui pouca participação devido à particularidade de cada empresa na decisão de distribuição de lucros, não tendo influência com fatores externos de mercado. (LAGIOIA, 2011).

Dentro do grupo de indicadores de liquidez, o mais expressivo é o índice de liquidez corrente que, conforme Lagioia (2011, p. 221), “[...] representa mais adequadamente (em termos de comparabilidade de prazos e de recursos) os haveres da empresa bem como as suas obrigações.” Entre os indicadores de rentabilidade, o índice de retorno do patrimônio líquido apresenta maior participação devido a sua importância para com os acionistas. Ao passo que, no endividamento, a divisão é de 60% para o índice de composição do endividamento e 40% para o de imobilização do patrimônio líquido. (LAGIOIA, 2011).

Os pesos indicados na Tabela 2 são multiplicados pelas notas atingidas pelas empresas conforme exposto no Quadro 7, com a intenção de chegar na nota do

grupo do indicador. “A nota do grupo representa o somatório de cada um dos índices.” (LAGIOIA, 2011, p. 222). Estes elementos estão dispostos na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3 - Modelo de Nota dos Grupos de Indicadores

Indicadores	Peso	Empresa A		Empresa B		Empresa C		Empresa D		Empresa E	
		Nota	Peso x Nota								
<i>Pay Out</i>	0,05	2	0,1	4	0,2	8	0,4	10	0,5	6	0,3
<i>Yield</i>	0,2	8	1,6	6	1,2	2	0,4	4	0,8	10	2
Preço Lucro	0,6	6	3,6	10	6	4	2,4	2	1,2	8	4,8
Preço VP	0,15	4	0,6	6	0,9	8	1,2	2	0,3	10	1,5
<b>Nota de Mercado</b>			<b>5,9</b>		<b>8,3</b>		<b>4,4</b>		<b>2,8</b>		<b>8,6</b>
Liq. Geral	0,3	8	2,4	10	3	2	0,6	4	1,2	6	1,8
Liq. Corrente	0,5	2	1	6	3	8	4	4	2	10	5
Liq. Seca	0,2	4	0,8	6	1,2	2	0,4	8	1,6	10	2
<b>Nota de Liquidez</b>			<b>4,2</b>		<b>7,2</b>		<b>5</b>		<b>4,8</b>		<b>8,8</b>
Part. Cap. Terc.	0,6	6	3,6	10	6	4	2,4	2	1,2	8	4,8
Imob. Pat. Líq.	0,4	6	2,4	10	4	4	1,6	2	0,8	8	3,2
<b>Nota de Endividamento</b>			<b>6</b>		<b>10</b>		<b>4</b>		<b>2</b>		<b>8</b>
Retorno Invest.	0,2	8	1,6	10	2	2	0,4	6	1,2	4	0,8
Retorno Pat. Líq.	0,5	6	3	8	4	4	2	10	5	2	1
Margem de Lucro	0,3	4	1,2	8	2,4	2	0,6	10	3	6	1,8
<b>Nota Rentabilidade</b>			<b>5,8</b>		<b>8,4</b>		<b>3</b>		<b>9,2</b>		<b>3,6</b>

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Lagioia (2011).

Após determinar as notas do grupo de indicadores, são indicados pesos para cada grupo, definidos conforme a importância que cada indicador possui no modelo. (LAGIOIA, 2011).

Esta atribuição de pesos aos indicadores é para uma avaliação global do grupo, sendo vista na Tabela 4 a seguir:

Tabela 4 - Pesos dos Indicadores

Grupo de Indicadores	Peso
Indicador de Mercado	0,50
Indicador de Liquidez	0,10
Indicador de Endividamento	0,10
Indicador de Rentabilidade	0,30
<b>Total</b>	<b>1,00</b>

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011, p. 223).

Conforme a Tabela 4, é dado aos Indicadores de Mercado um peso maior, pois segundo Lagioia (2011, p. 223), “[...] isso se deve ao fato de que tais indicadores possuem um forte grau de participação na análise de ações”, a qual se refere esta análise. Os demais indicadores, por serem estáticos, apresentam informações referentes ao período das demonstrações contábeis selecionadas, desta forma, mudanças ocorridas após a última divulgação só aparecerão nos próximos balanços. (LAGIOIA, 2011).

A autora ainda complementa dizendo que

[...] o mercado reage imediatamente ao menor sinal de movimentação da companhia. Anúncios de fusões, de vendas, descobertas de novos mercados, desenvolvimento de novas tecnologias, desastres, enfim, tudo o que acontece com a companhia é instantaneamente absorvido e ‘precificado’ pelos investidores. Por este motivo, entende-se que os indicadores de mercado são mais dinâmicos e acompanham de perto todas as mudanças ocorridas com a empresa. (LAGIOIA, 2011, p. 223).

É importante ressaltar que estes grupos de indicadores se completam, sendo necessária a interpretação de forma conjunta, para que a análise dos fundamentos contábeis e econômicos da companhia seja realizada de forma correta. (LAGIOIA, 2011).

Para obter a nota global de avaliação da companhia, são multiplicadas as notas obtidas na Tabela 3 pelo peso indicado na Tabela 4, o resultado é apresentado na Tabela 5 a seguir:

Tabela 5 - Modelo de Avaliação Global

Índices	Peso	Empresa A		Empresa B		Empresa C		Empresa D		Empresa E	
		Nota	Peso x Nota								
Mercado	0,5	5,9	3	8,3	4,2	4,4	2,2	2,8	1,4	8,6	4,3
Liquidez	0,1	4,2	0,4	7,2	0,7	5	0,5	4,8	0,5	8,8	0,9
Endividamento	0,1	6	0,6	10	1	4	0,4	2	0,2	8	0,8
Rentabilidade	0,3	5,8	1,7	8,4	2,5	3	0,9	9,2	2,8	3,6	1,1
<b>Nota Global</b>			<b>5,7</b>		<b>8,4</b>		<b>4</b>		<b>4,9</b>		<b>7,1</b>

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Lagioia (2011).

Para análise da Nota Global, Lagioia (2011), criou um intervalo de notas para cada conceito com o intuito de classificar os resultados gerados.

Estes dados são transpostos, conforme apresentado no Quadro 8 abaixo, para realizar a análise final das empresas.

Quadro 8 - Modelo de Análise Final das Empresas

Conceito	Intervalo	Nota	Empresa
EXCELENTE	8 > 10	8,4	B
ÓTIMO	6 > 8	7,1	E
BOM	4 > 6	5,7 4,9	A D
RAZOÁVEL	2 > 4	4,0	C
FRACO	0 > 2	-	-

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011, p. 224).

Conforme Lagioia (2011), o conceito desta análise é determinar a performance da empresa em comparação com as demais, o que não significa que o último colocado seja uma empresa ruim, apenas representa o pior desempenho. A autora ainda destaca que “[...] as análises realizadas por meio de índices tomam maior consistência quando avaliadas de uma perspectiva histórica”, (LAGIOIA, 2011, p. 224), permitindo acompanhar a evolução ou não das companhias.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo, apresenta-se a metodologia de pesquisa aplicada para atingir o objetivo do estudo, composto pela classificação da pesquisa, as unidades de análise, procedimentos para coleta, tratamento e interpretação dos dados, assim como, as limitações metodológicas.

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

De acordo com Silva e Menezes (2001, apud OTT, 2012, p. 38) e Gil (1999, apud OTT, 2012, p. 38), “as pesquisas podem ser classificadas quanto à natureza, forma de abordagem do problema, objetivo e procedimento técnico.”

Uma pesquisa de natureza aplicada é voltada para o descobrimento e evolui conforme seu desenvolvimento, ademais, possui como característica o interesse pela aplicação ao introduzir conhecimentos com consequências práticas, sendo empregada de forma imediata em uma determinada circunstância. (GIL, 2019). Já, a pesquisa básica ou pura, não se preocupa com a aplicação e suas consequências, pois seu propósito é formar conhecimentos científicos novos. (OTT, 2012).

Desta forma, quanto à natureza, esta pesquisa é considerada aplicada, pois são coletadas informações nas demonstrações contábeis a fim de colocar em prática o cálculo e análise dos indicadores propostos pelo modelo de Lagioia (2011), com o objetivo de verificar a performance das empresas listadas na B3 que atuam no segmento de serviços educacionais.

Segundo Ott (2012), quanto à forma de abordagem do problema, uma pesquisa pode ser classificada como quantitativa, quando considera tudo que pode ser quantificado, traduzindo informações e opiniões em números, com a intenção de classificar e analisar. Em contrapartida, existe a abordagem qualitativa, que “se caracteriza por não requerer o uso de métodos e técnicas estatísticas.” (OTT, 2012, p. 39). Essa pesquisa pode ser classificada como quantitativa, uma vez que pretende avaliar e categorizar o desempenho das empresas a partir de dados quantitativos.

Quanto aos objetivos da pesquisa, de acordo com Ott (2012), os estudos são divididos em 3 tipos, sendo: exploratório, descritivo ou explicativo. “As pesquisas exploratórias têm como principal finalidade desenvolver, esclarecer e modificar

conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses a serem testadas em estudos posteriores.” (GIL, 2019, p. 26). As de caráter descritivo, são pesquisas que descrevem características de uma população ou fenômeno, ou que realizam a identificação de relações entre variáveis. (OTT, 2012). Por fim, tem-se a pesquisa explicativa, que, conforme cita Gil (2019, p. 26), identifica “[...] os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos.” Assim, este estudo é denominado como descritivo, pelo fato de descrever a evolução dos indicadores do período selecionado, mas sem a finalidade de explicar a causa. A elucidação do resultado obtido pode ser desenvolvida por meio de uma futura pesquisa explicativa.

Ott (2012, p. 41) descreve, quanto aos procedimentos técnicos, vários tipos de pesquisa, como: “pesquisa bibliográfica, documental, experimental, levantamento (pesquisa de campo; survey), estudo de caso, pesquisa ex-post-facto, pesquisa-ação e pesquisa participante”, sendo a pesquisa documental a utilizada neste estudo, em virtude de que é feita a partir de materiais sem tratamento analítico, coletados nas publicações das próprias empresas que os elaboraram.

### 3.2 UNIDADES DE ANÁLISE

O centro de análise desta pesquisa é constituído pelos cinco grupos de capital aberto que pertencem ao segmento de serviços educacionais, com ações cotadas na B3, sendo eles: Ânima Holding, Bahema Educação, Estácio Participações, Kroton Educacional e Ser Educacional.

A Ânima Holding é uma organização educacional que atua há 16 anos e conta com aproximadamente 115 mil estudantes e 7 mil educadores, distribuídos nas seguintes Instituições de Ensino: Una, São Judas e AGES, atuantes no Ensino Superior; Unisociesc, do fundamental ao mestrado, além de capacitações empresariais; UniBH, com oferecimento de ensino, pesquisa e extensão para a população carente; *SingularityU Brazil* e HSM, com foco na educação executiva, sendo a HMSu uma extensão que oferece especializações relacionadas à gestão e negócios; EBRADI, que atua no ensino da área jurídica à distância; e a *Le Cordon Bleu*, uma escola de gastronomia com renome mundial. (ÂNIMA EDUCAÇÃO, 2019).

A Bahema foi fundada em 1953, na Bahia, investindo em diversos setores, dentre eles o ramo agrícola e marcas como Unibanco, Manah e Metal Leve. Até que passou a analisar a Educação Básica e começou a investir em 2017, possuindo, a partir deste momento, participação na Escola Barão Vermelho/Colégio Mangabeiras, Escola Parque, Escola da Vila, Escola Mais, Escola Viva, Centro Educacional Viva, adquirindo o Fórum Cultural e incluindo recentemente o Colégio BIS e o Colégio Apoio no seu corpo de escolas. (BAHEMA EDUCAÇÃO, 2019).

A Estácio Participações é um grupo que possui mais de 500 mil alunos do ensino presencial, espalhados em 23 estados e no Distrito Federal e agrega por volta de 600 polos EAD no ensino à distância. Oferta cursos de Graduação, Pós-Graduação e Extensões voltadas para a área corporativa. Atualmente, inclui o Ensino Médio com formação técnica e projetos de desenvolvimento de cunho social e cultural, como o programa “Educar para Transformar.” (ESTÁCIO, 2019).

A Kroton Educacional possui cerca de 1 milhão de alunos em todo o território nacional, sendo considerada a maior instituição de educação à distância do Brasil. Atua há mais de 45 anos no setor educacional brasileiro e gerencia as marcas Anhanguera, Fama, LFG, Pitágoras, Pitágoras colégios, Unic, Uniderp, Unime e Unopar. A empresa é associada desde 2018 com a empresa de educação básica Somos Educação e parceira do grupo Cubo Itaú para criação de novos formatos educacionais. Em novembro de 2019, anunciou a criação de uma nova empresa *holding*, chamada Cogna Educacional que irá gerenciar outras quatro subdivisões, sendo elas: Kroton, Platos, Vasta e Cogna Ventures. (KROTON, 2019).

Por fim, a Ser Educacional está presente em 24 cidades nas regiões Norte, Nordeste e Sudeste do Brasil, com mais de 152 mil estudantes. Possui mais de 400 cursos com foco no mercado de trabalho, além de oferecer cursos presenciais e à distância de Graduação, Especialização, Extensão, Pós-Graduação, Graduação Tecnológica e Técnicos Profissionalizantes. O grupo é formado pelas instituições: Faculdade Joaquim Nabuco, Faculdade e o Instituto de pesquisa Maurício Nassau, Faculdades Integradas do Tapajós, Instituto Ser Educacional, Unama, Ung e a Uninassau. (SER EDUCACIONAL, 2019).

Visto a grande participação que estes grupos detêm na educação do País e o aumento de instituições e alunos a eles pertencentes nos últimos anos, esta pesquisa é motivada pelo propósito de identificar o desempenho destas empresas educacionais, com capital aberto na Bolsa de Valores, nos últimos 3 anos, a fim de

conhecer sua posição econômico-financeira de modo que facilite a decisão de investimento.

### 3.3 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS

Os dados coletados para elaboração deste estudo foram extraídos das demonstrações contábeis e financeiras referentes ao período de 2016, 2017 e 2018, divulgadas nas páginas institucionais dos sites das empresas que fazem parte da amostra desta pesquisa, mais especificamente, no item “Relações com Investidores” ou através da página da B3, em que é obrigatória sua publicação.

As informações são encontradas principalmente no Balanço Patrimonial, na Demonstração do Resultado e nas Notas Explicativas das companhias, sendo coletados somente os valores necessários para cálculo dos indicadores apontados no modelo de Lagioia (2011), sendo eles: dividendos distribuídos, lucro líquido, cotação da ação, número de ações, patrimônio líquido inicial e final, ativo total inicial e final, ativo circulante e não circulante, passivo circulante e não circulante, estoques, imobilizado, intangível e o valor da receita de vendas.

O tratamento destes dados se deu por meio dos passos do modelo de Lagioia (2011), que se inicia pela escolha das empresas do estudo, já apresentadas. O segundo passo, é a seleção dos índices que compõem o modelo, seguido pelo cálculo deles. O terceiro passo consiste na ordenação dos resultados, do mais fraco até o excelente, onde cada conceito possui uma nota. O quarto e último passo destina pesos aos índices, conforme sua importância na análise, sendo que o total de cada grupo de índices deve ser 100%. Estes pesos são multiplicados pelas notas atingidas no terceiro passo, a fim de obter a nota de cada grupo de indicador. Após, é feita uma nova atribuição de pesos, agora, para estes grupos, sendo multiplicada a nota gerada pelo peso designado.

A análise é feita por meio da nota final, que é chamada de nota global, a qual é disposta em um modelo de classificação do resultado, em que a empresa é enquadrada em um intervalo de notas que determina um conceito conforme o valor encontrado. Esta nota, conjuntamente com o conceito, é a determinação do momento em que a empresa está no período analisado, onde é possível comparar com os resultados obtidos pelas outras empresas e visualizar qual apresentou a melhor possibilidade de retorno de investimento. No caso desta pesquisa, calcula-se

a nota global das empresas para os três anos de análise (2016, 2017 e 2018), tendo como foco da análise o ano de 2018 e utilizando-se os resultados dos anos de 2016 e 2017 de forma comparativa a fim de verificar a sua evolução.

### 3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

A limitação desta pesquisa se dá pelo fato da análise ser exclusivamente das empresas do segmento de serviços educacionais listadas na B3, logo, os resultados obtidos não são estendidos a outras empresas. Além disso, o período analisado é limitado por 3 anos, sendo eles: 2016, 2017 e 2018, sendo que a mudança de período pode afetar o resultado do estudo, assim como, os dados coletados das empresas para calcular os indicadores de mercado.

O modelo proposto por Lagioia (2011) é o único método de análise adotado, sendo que a autora não indica ser uma recomendação de investimento, mas sim, uma forma de facilitar a tomada de decisão por parte do investidor. Desta forma, a utilização de outros métodos de análise pode gerar resultados distintos dos apresentados neste estudo.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo tem como objetivo a análise dos indicadores propostos pela autora, calculados através da posição final de cada exercício social denominados neste estudo, para posterior aplicação e análise do Modelo de Lagioia (2011).

### 4.1 ANÁLISE DOS INDICADORES DE MERCADO

Inicialmente, apresentam-se, na Tabela 6, os indicadores de mercado. Tais indicadores, conforme já indicado no subcapítulo 2.2.1 do Referencial Teórico, indicam a posição financeira da empresa com relação ao seu valor no mercado de ações, servindo como modo de avaliação para os investidores que verificam constantemente a oscilação destes índices. (ASSAF, 2018).

Tabela 6 - Índices de Mercado

(continua)

Ano	Indicadores de Mercado	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
2016	Dividendos Distribuídos	4.951	387	584.110	87.424	34.234
	(/) Lucro Líquido	20.845	1.631	1.864.635	368.102	230.448
	<b>(=) Pay Out</b>	<b>0,24</b>	<b>0,24</b>	<b>0,31</b>	<b>0,24</b>	<b>0,15</b>
	Dividendos Distribuídos por Ação	0,06	0,64	0,36	0,28	0,27
	(/) Cotação da Ação	13,41	26,25	12,39	14,23	16,04
	<b>(=) Retorno de Caixa (Yield)</b>	<b>0,005</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>0,02</b>	<b>0,02</b>
	Valor da Cotação da Ação	13,41	26,25	12,39	14,23	16,04
	(/) Lucro por Ação	0,26	2,70	1,15	1,16	1,85
	<b>(=) Preço Lucro</b>	<b>51,58</b>	<b>9,72</b>	<b>10,77</b>	<b>12,26</b>	<b>8,69</b>
	Valor da Cotação da Ação	13,41	26,25	12,39	14,23	16,04
	(/) Valor Patrimonial por Ação	7,94	55,02	7,67	7,87	7,59
	<b>(=) Preço Valor Patrimonial</b>	<b>1,69</b>	<b>0,48</b>	<b>1,61</b>	<b>1,81</b>	<b>2,11</b>
2017	Dividendos Distribuídos	20.223	0	659.611	100.840	37.847
	(/) Lucro Líquido	85.152	(4.557)	1.882.316	424.590	197.475
	<b>(=) Pay Out</b>	<b>0,24</b>	<b>0,00</b>	<b>0,35</b>	<b>0,24</b>	<b>0,19</b>
	Dividendos Distribuídos por Ação	0,25	0,00	0,41	0,33	0,30
	(/) Cotação da Ação	27,97	55,81	17,56	30,08	27,43
	<b>(=) Retorno de Caixa (Yield)</b>	<b>0,91%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>
	Valor da Cotação da Ação	27,97	55,81	17,56	30,08	27,43
	(/) Lucro por Ação	1,07	(5,41)	1,16	1,37	1,55
	<b>(=) Preço Lucro</b>	<b>26,14</b>	<b>(10,32)</b>	<b>15,14</b>	<b>21,88</b>	<b>17,67</b>
	Valor da Cotação da Ação	27,97	55,81	17,56	30,08	27,43
	(/) Valor Patrimonial por Ação	8,73	53,01	9,27	8,98	10,87
	<b>(=) Preço Valor Patrimonial</b>	<b>3,20</b>	<b>1,05</b>	<b>1,89</b>	<b>3,35</b>	<b>2,52</b>

(conclusão)

Ano	Indicadores de Mercado	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
	Dividendos Distribuídos	534	0	517.298	553.157	57.365
	(/) Lucro Líquido	2.251	(2.108)	1.403.747	644.873	201.279
	<b>(=) Pay Out</b>	<b>0,24</b>	<b>0,00</b>	<b>0,37</b>	<b>0,86</b>	<b>0,29</b>
	Dividendos Distribuídos por Ação	0,01	0,00	0,32	1,81	0,42
	(/) Cotação da Ação	16,99	123,16	8,77	23,33	13,99
<b>2018</b>	<b>(=) Retorno de Caixa (Yield)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,03</b>
	Valor da Cotação da Ação	16,99	123,16	8,77	23,33	13,99
	(/) Lucro por Ação	0,03	(1,80)	,86	2,11	1,48
	<b>(=) Preço Lucro</b>	<b>566,33</b>	<b>(68,47)</b>	<b>10,20</b>	<b>11,04</b>	<b>9,44</b>
	Valor da Cotação da Ação	16,99	123,16	8,77	23,33	13,99
	(/) Valor Patrimonial por Ação	8,57	47,84	9,82	8,63	11,06
	<b>(=) Preço Valor Patrimonial</b>	<b>1,98</b>	<b>2,57</b>	<b>0,89</b>	<b>2,70</b>	<b>1,26</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Ao analisar a empresa Ânima Holding S.A., percebe-se que é garantido aos seus acionistas 0,24 (24%) de *Pay Out* que, conforme Pinheiro (2016) retrata o valor de participação do acionista sobre o lucro líquido a ser distribuído, porém, o índice de *Yield* revela que o dividendo distribuído por ação foi baixo, principalmente no ano de 2018, não retornando nenhum ganho sobre o valor da cotação, sendo que isso é reflexo do pouco valor distribuído em comparação com a quantidade média de ações em circulação.

Em relação ao indicador de Preço Lucro, o ano de 2018 chama atenção pelo expressivo resultado, que revela a quantidade de anos em que o investimento irá retornar ao acionista. (PORTO, 2015). Este aumento se deve ao baixo nível do lucro por ação, ocasionado pela diminuição do lucro líquido da empresa neste ano. Conforme Porto (2015), o indicador de Preço Valor Patrimonial acima de 1 prova que a cotação da ação está superavaliada quanto ao seu valor patrimonial, estando mais evidente o aumento deste índice no ano de 2017, que expôs um quociente de 3,20.

A Bahema Educação S.A. não apresentou em 2017 e 2018 os indicadores de *Pay Out* e *Yield* devido ao seu prejuízo acumulado nestes exercícios, que, segundo menciona em suas Notas Explicativas, foi causado pela diminuição da receita financeira dada pelo pagamento de dívidas de investimento, além de uma redução da taxa do CDI. Outro fator citado foi a diminuição do número de alunos e o aumento das despesas com pessoal em 2018. Entretanto, por meio do resultado de *Pay Out* de 2016 é visto que a empresa tem uma distribuição de 24% do lucro líquido para os

seus acionistas. Ainda em 2016, houve um ganho de *Yield* de 0,02 em relação ao fechamento da cotação da ação do período, e o indicador de Preço Lucro demonstrou um dos menores índices em comparação com as demais empresas, sendo que o quociente de 9,72 é resultado de uma baixa cotação ação, visto que estava cotada abaixo de seu valor patrimonial na época, que era de R\$ 55,02.

O indicador Preço Valor Patrimonial subiu de 0,48 em 2016 para 2,57 em 2018, expressando, segundo Pinheiro (2016), a relação entre o valor de mercado e o valor da empresa, de maneira que os valores deveriam ser iguais para fins de conceito de patrimônio. Desta forma, o preço estava favorável em 2016, sendo o menor índice do período.

A companhia Cogna Educação S.A., antiga Kroton Educacional S.A., demonstra maiores valores em comparação com as demais empresas do mesmo segmento, sendo que seu indicador de *Pay Out* é o mais alto, gerando para os associados uma participação maior do seu lucro. A partir do exposto na Tabela 6, observa-se que a cada ano a empresa vem aumentando este índice, chegando a 37% do lucro líquido a serem pagos aos seus acionistas, todavia, mesmo aumentando o percentual, o resultado em 2018 foi o menor entre os três anos. Deste modo, o índice de *Yield* não foi elevado, o dividendo distribuído por ação em 2018 foi de R\$ 0,32 e a cotação da ação foi a menor do período, até mesmo confrontando com as demais empresas, fechando o ano de 2018 com o valor de R\$ 8,77, recebendo em média um *Yield* de 0,04 para cada ação.

O índice de Preço Lucro obteve um crescimento apenas em 2017, com o quociente de 15,14, em razão de uma maior cotação, a qual estava ligeiramente acima do seu valor patrimonial. O indicador Preço Valor Patrimonial da Cogna é o menor entre as empresas no ano de 2018 (0,89) sendo um bom resultado, já que demonstra o tempo em que o investidor tem seu valor aplicado de volta, caso o valor patrimonial calculado seja mantido. (LAGIOIA, 2011).

Observando a empresa Estácio Participações S.A., por sua vez, é possível visualizar que seu indicador *Pay Out*, antes de 0,24 (24%), passou para 0,86 (86%) em 2018, sendo que isso se deve ao fato de que o Conselho de Administração, de acordo com a Nota Explicativa que trata dos dividendos do ano de 2018, aprovou a distribuição de R\$ 400.000.000,00 de dividendos intermediários oriundos da Reserva de Lucros da companhia. Esta decisão resultou no aumento do *Yield*, passando de 0,01 para 0,08, e os dividendos por ação de 0,28 em 2016, para 1,81 em 2018, se

tornando o maior resultado entre as empresas, de forma que quanto maior o *Yield*, melhor, pois representa o rendimento efetivo do acionista relativo aos dividendos distribuídos no ano. (PINHEIRO, 2016).

O indicador de Preço Lucro teve um aumento em 2017, sendo o ano em que a cotação fechada foi a mais alta, tornando o tempo de retorno do investimento mais longo, além disso, seu valor é maior que o valor patrimonial, que Lagioia (2011) menciona ser uma consequência de quando o valor está acima do justo por ação. Deste modo, o Preço Valor Patrimonial também apresentou uma elevação, se tornando, em 2017 e 2018, a empresa com o maior quociente deste indicador.

Por fim, ao calcular-se o indicador de *Pay Out* da empresa Ser Educacional S.A., verificou-se que a companhia apresentou 0,15 (15%) em 2016, o menor índice deste estudo. De acordo com a Nota Explicativa que trata do Capital Social e Reservas, o benefício fiscal concedido, em virtude da adesão da empresa ao Programa Prouni, não poderia ser distribuído aos acionistas por até cinco anos após sua capitalização, em vista disso, a companhia diminuiu o valor da reserva de incentivos fiscais da base de cálculo dos dividendos, além da reserva legal de 5% (prevista na Lei das Sociedades por Ações), ocasionando um menor valor de dividendos distribuídos. A partir disso, é publicada a aprovação de dividendos intermediários e complementares, passando para 19% o *Pay Out* em 2017. Já no ano de 2018, é publicado na Nota Explicativa de Capital Social e Reservas que, após uma consultoria tributária, foi constatado que a isenção fiscal oferecida pelo Programa Prouni não caracterizava um auxílio para investimentos, fazendo com que a companhia, a partir deste momento, deixasse de diminuir o incentivo no valor dos dividendos a distribuir, provocando um *Pay Out* de 29% no período.

O índice de *Yield* passou de 0,01 em 2017, para 0,03 em 2018, por consequência da diminuição do valor da cotação da ação, melhorando o resultado para o acionista. Já o indicador de Preço Lucro desta empresa apresentou, em 2016 e 2018, o menor resultado em comparação com as demais empresas, demonstrando um período menor de tempo para recuperar o capital investido, com base no valor do fechamento da ação do exercício. A apuração do Preço Valor Patrimonial não apresentou alteração significativa entre 2016 e 2017, mas houve uma queda em 2018, apontando um quociente de 1,26, valor mais próximo de 1, que representa seu valor patrimonial, gerando, segundo Porto (2015), uma oportunidade mais favorável de compra, quando este índice está menor.

Após a análise dos indicadores de mercado, seguindo com o proposto pelo Modelo de Lagioia (2011), é apresentada a seguir a análise dos indicadores de liquidez.

#### 4.2 ANÁLISE DOS INDICADORES DE LIQUIDEZ

Conforme mencionam Padoveze e Benedicto (2010), os indicadores de liquidez, abordados no subcapítulo 2.2.2, evidenciam a capacidade da empresa em liquidar suas obrigações por meio do seu fluxo de capital disponível.

Os resultados obtidos através destes indicadores estão demonstrados na Tabela 7 a seguir:

Tabela 7 - Índices de Liquidez

(continua)

Ano	Indicadores de Liquidez	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
2016	Ativo Circulante	434.042	33.790	2.645.028	1.453.695	702.195
	(+) Realizável a Longo Prazo (/)	161.148	1.583	1.920.568	597.677	257.007
	Passivo Circulante	268.289	1.990	1.245.420	937.314	365.048
	(+) Exigível a Longo Prazo	483.871	1.029	2.506.281	769.165	703.116
	<b>(=) Liquidez Geral</b>	<b>0,79</b>	<b>11,72</b>	<b>1,22</b>	<b>1,20</b>	<b>0,90</b>
	Ativo Circulante	434.042	33.790	2.645.028	1.453.695	2.018.564
	(/) Passivo Circulante	268.289	1.990	1.245.420	937.314	365.048
	<b>(=) Liquidez Corrente</b>	<b>1,62</b>	<b>16,98</b>	<b>2,12</b>	<b>1,55</b>	<b>5,53</b>
	Ativo Circulante	434.042	33.790	2.645.028	1.453.695	2.018.564
	(-) Estoques	0	0	32.120	0	0
(/) Passivo Circulante	268.289	1.990	1.245.420	937.314	365.048	
<b>(=) Liquidez Seca</b>	<b>1,62</b>	<b>16,98</b>	<b>2,10</b>	<b>1,55</b>	<b>5,53</b>	
2017	Ativo Circulante	410.012	41.089	3.536.141	1.663.480	1.265.461
	(+) Realizável a Longo Prazo (/)	107.233	7.146	1.453.943	334.763	147.067
	Passivo Circulante	221.467	22.622	1.345.534	842.944	295.187
	(+) Exigível a Longo Prazo	420.244	12.607	1.667.175	400.894	704.297
	<b>(=) Liquidez Geral</b>	<b>0,81</b>	<b>1,37</b>	<b>1,66</b>	<b>1,61</b>	<b>1,41</b>
	Ativo Circulante	410.012	41.089	3.536.141	1.663.480	1.265.461
	(/) Passivo Circulante	221.467	22.622	1.345.534	842.944	295.187
	<b>(=) Liquidez Corrente</b>	<b>1,85</b>	<b>1,82</b>	<b>2,63</b>	<b>1,97</b>	<b>4,29</b>
	Ativo Circulante	410.012	41.089	3.536.141	1.663.480	1.265.461
	(-) Estoques	0	0	11.540	0	0
(/) Passivo Circulante	221.467	22.622	1.345.534	842.944	295.187	
<b>(=) Liquidez Seca</b>	<b>1,85</b>	<b>1,82</b>	<b>2,62</b>	<b>1,97</b>	<b>4,29</b>	

(conclusão)

Ano	Indicadores de Liquidez	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
	Ativo Circulante	408.194	19.243	5.563.269	1.550.627	1.143.639
	(+) Realizável a Longo Prazo (/)	119.137	9.637	2.685.017	476.683	171.663
	Passivo Circulante	231.582	18.320	2.565.498	1.289.100	407.265
	(+) Exigível a Longo Prazo	549.639	6.283	12.072.711	221.954	551.752
	<b>(=) Liquidez Geral</b>	<b>0,68</b>	<b>1,17</b>	<b>0,56</b>	<b>1,34</b>	<b>1,37</b>
2018	Ativo Circulante	408.194	19.243	5.563.269	1.550.627	1.143.639
	(/) Passivo Circulante	231.582	18.320	2.565.498	1.289.100	407.265
	<b>(=) Liquidez Corrente</b>	<b>1,76</b>	<b>1,05</b>	<b>2,17</b>	<b>1,20</b>	<b>2,81</b>
	Ativo Circulante	408.194	19.243	5.563.269	1.550.627	1.143.639
	(-) Estoques	0	0	370.657	0	0
	(/) Passivo Circulante	231.582	18.320	2.565.498	1.289.100	407.265
	<b>(=) Liquidez Seca</b>	<b>1,76</b>	<b>1,05</b>	<b>2,02</b>	<b>1,20</b>	<b>2,81</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

A companhia Ânima Holding S.A. apresentou uma liquidez geral, a qual considera todos os ativos e passivos correntes de curto e longo prazo, abaixo de 1 no período, sendo que quocientes de liquidez menores que 1 demonstram que a empresa não tem ativos suficientes para honrar suas dívidas. (LINS; FRANCISCO FILHO, 2012). Em contrapartida, considerando-se somente o curto prazo, verifica-se que a empresa apresenta índices de liquidez corrente e seca acima de 1, sendo que um dos motivos para o resultado ser melhor no curto prazo é porque a empresa gerencia o risco de liquidez por meio de reservas e linhas de crédito bancário e de captação de empréstimos, conforme menciona em suas Notas Explicativas. Além disso, há uma maior concentração dos empréstimos no longo prazo, promovendo a piora no índice de liquidez geral, que considera os valores do não circulante no cálculo.

Por apresentar o menor valor de empréstimos tanto no curto, como no longo prazo e um aumento nas contas a receber, o ano de 2017 obteve os melhores índices de liquidez, em que verificou-se 0,81 de liquidez geral e 1,85 de liquidez corrente e seca, sendo importante mencionar que, por ser tratar de uma empresa que presta serviços, não existe valor na conta de estoque de mercadorias, logo, os resultados da liquidez corrente e seca ficam iguais.

Em 2018, houve uma queda dos indicadores de liquidez, pois houve um aumento do passivo, principalmente do endividamento, e uma diminuição das contas

a receber do ativo, que, segundo Relatórios da Administração e Parecer da Auditoria, devem-se ao aumento da provisão de créditos de liquidação duvidosa, que passou a representar 42% do saldo das contas a receber, onde a empresa explica que atualizou e modificou o modelo e seus critérios de cálculo adotados anteriormente.

Observa-se que, mesmo a companhia Bahema Educação S.A. apresentando prejuízo nos dois últimos anos, os seus indicadores de liquidez sempre foram acima de 1, o que é considerado um resultado favorável, uma vez que abaixo disto a empresa não estaria em condições de liquidar suas dívidas, (PADOVEZE; BENEDICTO, 2010), sendo constatado que o resultado negativo não foi provocado pela falta de liquidez.

De acordo com a Nota Explicativa que trata das Aquisições de Controladas, em 2017, a empresa obteve o controle da Sovila Participações S.A. ("Sovila"), adquirindo 80% das ações com direito a voto, sendo que essa empresa *holding* possui entidades de serviços de educação básica. Deste modo, as demonstrações consolidadas, que são a base desta monografia, aumentaram os números do balanço. Em vista disso, os índices registrados em 2016 caíram, como a liquidez geral, que passou de 11,72 para 1,17 em 2018 e a liquidez corrente e seca que caíram de 16,98 em 2016 para até 1,05 em 2018, dado que houve um aumento do Passivo, derivado, sobretudo, da conta de adiantamento de mensalidades e de outras contas a pagar, que, em sua maior parte, pertencem ao valor a pagar das ações da Sovila.

No ano de 2018, a queda nos resultados não foi abrupta, mas o quociente de liquidez diminuiu devido ao menor valor de ativo circulante nos três anos analisados, sendo que essa redução foi impactada pelo baixo nível de caixa da empresa, que de acordo com o Relatório da Administração da companhia, foi dado principalmente pelo pagamento da aquisição da Escola da Vila entre outros investimentos, além da redução do CDI em comparação ao período anterior.

O indicador de liquidez geral da Cogna Educação S.A. apresentou um quociente de 0,56 em 2018, significando que, para cada R\$ 1,00 em dívidas, a empresa detinha apenas R\$ 0,56 de direitos no ativo circulante e realizável em longo prazo. Porém, levando-se em consideração o indicador de liquidez corrente do mesmo período, o resultado é satisfatório, visto que a empresa apresentou um quociente de 2,17. A liquidez geral abaixo de 1 é justificada pelo aumento dos

empréstimos, evidentes no exigível ao longo prazo, sendo que, de acordo com o Relatório da Administração da companhia, a dívida contraída foi em virtude da compra, com participação societária e controle, do Grupo Somos, companhia esta que negocia ações na bolsa e é composta por 54 empresas, por meio da controlada Saber, que obteve um passivo mediante as emissões de debêntures a mercado.

A companhia Cogna é a única empresa deste estudo que possui estoques em suas demonstrações, pois, mesmo não utilizando este estoque para venda, ela pode registrar e controlar itens quando são necessários na prestação dos serviços e que possuem importância para o negócio. Desta forma, o índice de liquidez seca apresenta um resultado diferente do indicador de liquidez corrente, entretanto, em todos os anos analisados, os quocientes foram maiores que 2, significando que, mesmo não vendendo seus estoques, a companhia teria condições de pagar suas dívidas de curto prazo, e, conforme Lagioia (2011), a liquidez da empresa não iria depender de elementos não monetários e de operações de venda para quitar suas obrigações correntes.

De modo geral, a empresa Estácio Participações S.A. apresentou índices de liquidez acima de 1. A liquidez da companhia aumentou em 2017, movida pelo aumento do ativo circulante e diminuição do passivo total, consequência de um maior volume de fundo de investimento e contas a receber. Além disso, segundo a Nota Explicativa que trata de Fatores de Risco Financeiro, a empresa vem estabelecendo medidas para melhorar seu capital circulante líquido, garantindo seu equilíbrio econômico e financeiro em ações como a de controlar suas despesas de maneira efetiva e revisar investimentos não prioritários.

O passivo circulante em 2017 diminuiu devido à queda no valor da conta de mensalidades antecipadas, mas a maior baixa foi do passivo não circulante, o qual reduziu mais da metade de seus empréstimos de longo prazo neste ano, passando de R\$ 554.419.000,00 para R\$ 218.047.000,00. Em 2018, os índices caíram, em especial os de liquidez corrente e seca, que era de 1,97 em 2017, e passaram a ser 1,20. Padoveze e Benedicto (2010) afirmam que “quanto maior, melhor” é o resultado, visto que os indicadores de liquidez demonstram o montante de capital de giro e capacidade de pagamento da empresa perante os seus credores. Ademais, a baixa em 2018 foi motivada pelo aumento do endividamento no curto prazo e em outras contas a pagar, como os dividendos e fornecedores.

Apresentando os maiores e, conseqüentemente, os melhores resultados de liquidez corrente em 2017 e 2018, a companhia Ser Educacional S.A. manteve um baixo nível de passivo em relação a seus ativos, porém, o seu indicador de liquidez geral foi abaixo de 1 em 2016, mas o resultado de 0,90 não demonstra tanta preocupação, visto que o valor é pouco abaixo de 1, sendo que quanto menor for o resultado, maior é a chance de insolvência e piora da liquidez. (LINS E FRANCISCO FILHO, 2012).

No ano de 2017, a companhia menciona em seu Relatório da Administração que saltou de 46 unidades para 73 e expandiu seus polos de 15 para 119 em operação, em vista disso, anunciou um aumento de capital e melhorou seu fluxo de caixa. Estes acontecimentos fizeram com que aumentasse o caixa da empresa, crescendo também o valor das aplicações e títulos e valores mobiliários, e, desta forma, mesmo tendo reduzido a conta de clientes a receber, o índice de liquidez melhorou em consequência desse acréscimo no ativo circulante.

A queda do endividamento através da normalização dos pagamentos via FIES e por parte do acordo com o Governo Federal feito em 2015 também auxiliou na melhora dos índices de liquidez, todavia, em 2018, houve um aumento dos empréstimos de curto prazo pela emissão de novas debêntures que resultaram na queda do quociente de liquidez corrente, passando de 4,29 no ano anterior para 2,81.

É analisada, a seguir, a situação de endividamento das companhias, também por meio dos indicadores escolhidos no Modelo desta análise.

#### 4.3 ANÁLISE DOS INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

Conforme conceituado no subcapítulo 2.2.3 do Referencial Teórico, os indicadores de endividamento evidenciam o grau de dívidas em relação ao capital de origem investido no patrimônio.

A seguir, apresentam-se, na Tabela 8, os cálculos efetuados e os resultados obtidos.

Tabela 8 - Índices de Endividamento

Ano	Indicadores de Endividamento	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
	Passivo Circulante	268.289	1.990	1.245.420	937.314	365.048
	(+) Passivo Não Circulante	483.871	1.029	2.506.281	769.165	703.116
	(/) Patrimônio Líquido	635.692	33.224	13.849.364	2.434.673	950.400
	<b>(=) Participação Capital de Terceiros</b>	<b>1,18</b>	<b>0,09</b>	<b>0,27</b>	<b>0,70</b>	<b>1,12</b>
2016	Imobilizado	223.530	199	1.704.683	620.060	624.517
	(+) Investimento	0	670	0	228	0
	(+) Intangível	569.132	1	11.330.786	1.469.492	434.845
	(/) Patrimônio Líquido	635.692	33.224	13.849.364	2.434.673	950.400
	<b>(=) Imobilização do Patrimônio Líquido</b>	<b>1,25</b>	<b>0,03</b>	<b>0,94</b>	<b>0,86</b>	<b>1,11</b>
	Passivo Circulante	221.467	22.622	1.345.534	842.944	295.187
	(+) Passivo Não Circulante	420.244	12.607	1.667.175	400.894	704.297
	(/) Patrimônio Líquido	696.441	62.129	15.207.726	2.777.257	1.508.390
	<b>(=) Participação Capital de Terceiros</b>	<b>0,92</b>	<b>0,57</b>	<b>0,20</b>	<b>0,45</b>	<b>0,66</b>
2017	Imobilizado	246.119	5.727	1.931.462	602.416	666.835
	(+) Investimento	2.732	10.353	0	228	0
	(+) Intangível	572.056	33.043	11.298.889	1.420.208	428.511
	(/) Patrimônio Líquido	696.441	62.129	15.207.726	2.777.257	1.508.390
	<b>(=) Imobilização do Patrimônio Líquido</b>	<b>1,18</b>	<b>0,79</b>	<b>0,87</b>	<b>0,73</b>	<b>0,73</b>
	Passivo Circulante	231.582	18.320	2.565.498	1.289.100	407.265
	(+) Passivo Não Circulante	549.639	6.283	12.072.711	221.954	551.752
	(/) Patrimônio Líquido	665.249	56.063	16.006.830	2.591.409	1.470.543
	<b>(=) Participação Capital de Terceiros</b>	<b>1,17</b>	<b>0,44</b>	<b>0,91</b>	<b>0,58</b>	<b>0,65</b>
2018	Imobilizado	301.823	7.664	2.485.643	661.105	689.891
	(+) Investimento	184	12.791	0	228	0
	(+) Intangível	617.132	31.331	19.911.110	1.413.820	424.367
	(/) Patrimônio Líquido	665.249	56.063	16.006.830	2.591.409	1.470.543
	<b>(=) Imobilização do Patrimônio Líquido</b>	<b>1,38</b>	<b>0,92</b>	<b>1,40</b>	<b>0,80</b>	<b>0,76</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

O indicador de Participação de Terceiros da empresa Ânima Holding S.A. indica que, no ano de 2016, para cada R\$ 1,00 de capital próprio da companhia, R\$ 1,18 pertencia a terceiros, indicando que seu endividamento era maior que o seu patrimônio líquido. Conforme cita Ribeiro (2015), um resultado acima de 1 torna a empresa dependente de seus credores, podendo não oferecer garantias suficientes

para captar recursos no mercado. Neste mesmo ano, o indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido mostra que, de cada R\$ 1,00 investido pelos sócios, R\$ 1,25 está alocado no ativo imobilizado da empresa, indicando que R\$ 1,00 derivou do patrimônio líquido e os outros R\$ 0,25 de capital de terceiros, cujo cenário ideal seria um quociente menor que 1, uma vez que é desejável uma sobra financeira para aplicar no ativo circulante. (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015). A alta nos resultados em 2016 é motivada, de acordo com o Relatório da Administração da companhia, pela aquisição de instituições, como a Sociesc, Faceb Educacional e o Instituto Politécnico, sendo enfatizado que a dívida representa uma alavancagem de 1,9x.

Em 2017, os índices melhoram e a Participação de Capital de Terceiros ficou em 0,92 e a Imobilização do Patrimônio Líquido reduziu para 1,18, sendo que esta queda foi impulsionada pelo aumento do patrimônio líquido e pela diminuição do passivo total, devido à amortização de empréstimos bancários. Por fim, no ano de 2018, os índices voltaram a subir, gerando um resultado de 1,17 de Participação Capital de Terceiros, motivado pelo aumento do endividamento. Contudo, a empresa informa, no Relatório da Administração, que o vencimento das dívidas não apresenta concentração considerável, já que estas estão diluídas nos próximos 5 anos. A companhia menciona também que houve investimentos de expansão, modernização e transformação digital, o que explica o aumento na conta de imobilizado e intangível, fazendo com que o índice de Imobilização do Patrimônio Líquido subisse para 1,38.

Antes da incorporação de empresas em 2017, no ano de 2016, a empresa Bahema Educação S.A. apresentava melhores resultados nos indicadores de endividamento, sendo 0,09 de Participação de Capital de Terceiros e 0,03 de Imobilização do Patrimônio Líquido. Contudo, apresentando prejuízo em 2017 e 2018, os quocientes aumentaram, mas mantiveram seus índices abaixo de 1. Em vista disso, se faz necessário um olhar geral da empresa e de outros indicadores ao realizar uma análise, pois somente interpretando estes quocientes é transmitida uma falsa visão da situação da companhia.

A queda em 2018 no resultado do indicador de Participação de Capital de Terceiros em comparação com o ano de 2017 tem relação com a diminuição do passivo não circulante, por meio da conta contábil outras obrigações a pagar. Ao visualizar a Nota Explicativa de Empréstimos e Financiamentos é apontado que o valor consolidado de empréstimos se refere às aquisições de ônibus escolares,

notebooks e outros equipamentos de informática, explicando, de forma geral, o que compõe o montante na conta de empréstimos. O nível estável de endividamento faz com que a companhia relate em seu Relatório da Administração de 2018 que no ano seguinte vai definir se irá seguir com a estratégia de baixa alavancagem ou optar por tomar linhas de crédito, com a intenção de melhorar sua rentabilidade.

Observando o indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido, o índice sobe de 0,79 em 2017, para 0,92 no ano de 2018, devido ao aumento do valor do imobilizado e da conta de investimentos, indo de encontro com o objetivo de crescimento e expansão da empresa, além de uma diminuição do patrimônio líquido.

A Cogna Educação S.A. apresentou baixo nível de Participação de Capital de Terceiros em 2016, com um índice de 0,27, por conter pouco valor de passivos em relação a seu patrimônio líquido, concebendo, segundo Bruni (2014), uma liberdade financeira para liquidar suas obrigações. De acordo com o Relatório da Administração da empresa em 2017, seu caixa líquido aumentou 98,4% em comparação ao ano anterior, declarando o recebimento de parcelas atrasadas do FIES e valores referentes às alienações. O maior volume de caixa líquido e a melhora no resultado financeiro proporcionaram um aumento do patrimônio líquido e, conseqüentemente, uma diminuição dos índices de endividamento. Embora a empresa tenha apresentado uma alta nas aquisições de imobilizado, o resultado de Imobilização do Patrimônio Líquido foi de 0,87, ao passo que, no ano de 2016, era de 0,94, viabilizando uma operação de giro de caixa próprio da companhia.

O índice de Participação de Capital de Terceiros no ano de 2018 passou para 0,91, e a Imobilização do Patrimônio Líquido chegou a 1,40, ultrapassando o valor originado pelo capital próprio. O aumento, segundo o Relatório da Administração da empresa, é resultado da dívida captada para pagamento da Somos, que totaliza um investimento de R\$ 5,5 bilhões e que, de acordo com a companhia, está consistente com seus projetos de crescimento. O aumento no intangível deve-se ao investimento em sistemas, licenças de *software* e conteúdo digital, necessários para aperfeiçoar cursos EAD. Além disso, foram feitas melhorias nas estruturas internas, aquisições e ampliações de unidades que aumentaram o valor do ativo imobilizado.

Com ambos os indicadores abaixo de 1 nos três anos analisados, a Estácio Participações mantém um grau de endividamento com recursos de Capital Próprio. A queda do quociente em 2017 é derivada da redução do passivo não circulante e aumento no patrimônio líquido. A companhia menciona no Relatório da

Administração que a redução ocorreu em função, principalmente, das liquidações de debêntures no valor de R\$ 187 milhões. Na Nota Explicativa de Empréstimos e Financiamentos é exposto que em abril de 2017 a empresa quitou antecipadamente um empréstimo contratado em 2013, sendo o valor da liquidação de R\$ 225.000,00.

Ao analisar o indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido não é notável uma variação significativa nas contas de imobilizado, investimento e intangível, sendo o fator de alteração do índice mais ligado às variações do patrimônio líquido. Em 2018, um aumento do passivo circulante gerou uma alta no quociente de Participação de Capital de Terceiros, que chegou a 0,58, resultado ainda considerado positivo, do qual é formado, em sua maior parte, de empréstimos obtidos relacionados a melhorias e inaugurações de unidades para o curso de medicina, impulsionadas pelo Projeto 'Mais Médicos'. Embora tenha contraído dívidas, a companhia também liquidou antecipadamente empréstimos em maio de 2018 com liquidação final de R\$ 30.300.000,00, além de notas promissórias no valor de R\$ 152.700.000,00, obtendo maior efeito em seu passivo não circulante.

Em 2016, a Ser Educacional S.A. apresentava 1,12 de Participação de Capital de Terceiros e 1,11 de Imobilização do Patrimônio Líquido, resultados que demonstram captação de recursos de terceiros para financiamento do passivo e aplicação no imobilizado, investimento e intangível da companhia, embora seja mencionado no Relatório da Administração deste ano que houve uma diminuição de 57,8% no endividamento líquido em comparação ao ano anterior. Segundo a companhia, o Governo Federal realizou a primeira parcela do acordo relativo às mensalidades de FIES não pagas em 2015, sendo o valor quitado em 3 anos, 25% em 2016 e 2017 e os 50% restantes em 2018. Ao observar o ano de 2017, é visto que essa e outras entradas de caixa favoreceram os resultados dos indicadores de endividamento, que caíram para 0,66 de Participação de Capital de Terceiros e 0,73 de Imobilização do Patrimônio Líquido, passando a ter maior autonomia do valor constituído de patrimônio líquido quando os quocientes passaram a ser menores que 1. A melhora no resultado financeiro também ocorreu por conta do aumento de capital, divulgado no Relatório da Administração, de R\$ 391,6 milhões, aliada à queda de juros e inflação.

Não houve alteração expressiva nos resultados de 2018, sendo que a companhia menciona que segue em busca de oportunidades de investimento. Há uma parcela maior de passivo circulante, mas o efeito desse aumento quase se

anula com a queda do passivo não circulante e, analisando-se o indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido, o que impacta no quociente é uma pequena redução do patrimônio líquido e intangível e um aumento do imobilizado.

A parcela maior de empréstimos da empresa, conforme a Nota Explicativa de Empréstimos e Financiamentos, ainda é referente ao financiamento realizado em 2015 com a intenção de custear a construção e modernização de campus, sendo que o prazo de pagamento é de 7 anos e representa R\$ 76.918.000,00 em um saldo total de R\$ 88.850.000,00 na conta de empréstimos em 2018. Outra conta contábil com relevante participação no passivo é a de Obrigações com Arrendamento Mercantil, que são contratos de aluguéis classificados no imobilizado da companhia.

Em seguida, é demonstrada a análise do último grupo de indicadores do estudo que exibem a rentabilidade destas empresas do segmento de serviços educacionais.

#### 4.4 ANÁLISE DOS INDICADORES DE RENTABILIDADE

Para Padoveze e Benedicto (2010), a análise da rentabilidade de uma empresa é considerada uma parte importante em um estudo financeiro, pois avalia o desempenho e demonstra o retorno do capital investido, além de apontar fatores que alteraram a rentabilidade.

É exposto na Tabela 9, a seguir, o resultado dos indicadores de rentabilidade selecionados das empresas analisadas.

Tabela 9 - Índices de Rentabilidade

(continua)

Ano	Indicadores de Rentabilidade	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
	Lucro Líquido	20.845	1.631	1.864.635	368.102	230.448
	(/) Ativo Total Médio	1.281.815	36.826	17.119.960	4.250.618	1.933.576
	<b>(=) Retorno sobre o Investimento</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,11</b>	<b>0,09</b>	<b>0,12</b>
	Lucro Líquido	20.845	1.631	1.864.635	368.102	230.448
<b>2016</b>	(/) Patrimônio Líquido Médio	638.905	33.025	13.154.526	2.557.633	853.817
	<b>(=) Retorno sobre o Patrimônio Líquido</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>0,27</b>
	Lucro Líquido	20.845	1.631	1.864.635	368.102	230.448
	(/) Vendas Líquidas	960.434	0	5.244.718	3.184.505	1.125.380
	<b>(=) Margem de Lucro</b>	<b>0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,36</b>	<b>0,12</b>	<b>0,20</b>

(conclusão)

Ano	Indicadores de Rentabilidade	Ânima	Bahema	Cogna	Estácio	Ser Educacional
	Lucro Líquido	85.152	(4.021)	1.882.316	424.590	197.475
	(/) Ativo Total Médio	1.363.002	66.801	17.910.750	4.081.124	2.263.219
	<b>(=) Retorno sobre o Investimento</b>	<b>0,06</b>	<b>(0,06)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>
2017	Lucro Líquido	85.152	(4.021)	1.882.316	424.590	197.475
	(/) Patrimônio Líquido Médio	666.067	47.677	14.528.545	2.605.965	1.229.395
	<b>(=) Retorno sobre o Patrimônio Líquido</b>	<b>0,13</b>	<b>(0,08)</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,16</b>
	Lucro Líquido	85.152	(4.021)	1.882.316	424.590	197.475
	(/) Vendas Líquidas	1.045.674	37.635	5.557.748	3.378.979	1.231.785
	<b>(=) Margem de Lucro</b>	<b>0,08</b>	<b>(0,11)</b>	<b>0,34</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>
	Lucro Líquido	2.251	(2.566)	1.403.747	644.873	201.279
	(/) Ativo Total Médio	1.392.311	89.012	24.432.737	4.061.779	2.468.717
	<b>(=) Retorno sobre o Investimento</b>	<b>0,002</b>	<b>(0,03)</b>	<b>0,06</b>	<b>0,16</b>	<b>0,08</b>
2018	Lucro Líquido	2.251	(2.566)	1.403.747	644.873	201.279
	(/) Patrimônio Líquido Médio	680.845	59.096	15.607.278	2.684.333	1.489.467
	<b>(=) Retorno sobre o Patrimônio Líquido</b>	<b>0,003</b>	<b>(0,04)</b>	<b>0,09</b>	<b>0,24</b>	<b>0,14</b>
	Lucro Líquido	2.251	(2.566)	1.403.747	644.873	201.279
	(/) Vendas Líquidas	1.102.457	44.106	6.060.708	3.619.377	1.262.486
	<b>(=) Margem de Lucro</b>	<b>0,002</b>	<b>(0,06)</b>	<b>0,23</b>	<b>0,18</b>	<b>0,16</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme mencionado por Bruni (2014), o índice de Retorno sobre o Investimento, também chamado de ROI, mostra quanto dos recursos investidos, representados pelo ativo total, fazem parte do resultado da companhia. O resultado de 0,02 (2%) em 2016 demonstra que a Ânima Holding S.A. obteve 2% de lucro sobre o valor investido em seu ativo durante o período. Esse resultado é menor quando comparado com o ano de 2017, que apresentou um quociente de 0,06 (6%), derivado do aumento do lucro líquido. No Relatório da Administração, a empresa comunica que o crescimento está principalmente ligado ao aumento na base de alunos de graduação, taxas de retenção e em sua capacidade de geração de caixa. Em 2018, o resultado foi de 0,00 (0%) apontando que não houve lucro e sim um equilíbrio relacionado ao valor aplicado com o retorno obtido, (MARTINS; MIRANDA; DINIZ, 2018 apud ALVES, 2018), mesmo havendo ao longo dos três anos um crescimento do ativo total médio.

Ao observar o indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido, chamado de ROE, a companhia apresentou 0,03 (3%) em 2016, significando que a cada R\$ 1,00 empregado pelos sócios, representado pelo patrimônio líquido, retornou R\$ 0,03 ou 3% de lucro líquido, demonstrando para os acionistas a capacidade da companhia em gerar lucros. (ALVES, 2018). Este índice melhora em 2017, em consequência do aumento do lucro líquido e diminui em 2018, também chegando a 0,00 (0%). A companhia informa, no Relatório da Administração de 2018, que a competitividade no setor exigiu uma maior faixa de descontos, deduções e bolsas, ocorrendo, ainda, despesas não recorrentes que afetaram sua rentabilidade. Observou-se que o Patrimônio líquido médio dos períodos foi crescendo gradativamente, porém, em baixa proporção.

Representando o ganho da empresa em relação ao seu faturamento, (RIBEIRO 2015), a Margem de Lucro da companhia em 2016 foi de R\$ 0,02 para cada R\$ 1,00 vendido, ou seja, o lucro líquido foi de 2% sobre o faturamento. No Relatório da Administração, no tópico em que menciona o Resultado Líquido, a empresa afirma que o baixo percentual é devido à perda de eficiência na margem bruta, ao crescimento de despesas operacionais e à queda no resultado financeiro. Conforme já mencionado, a alta do lucro líquido em 2017 fez com que este índice passasse para 0,08 (8%) e a queda de 2018, aliada com o aumento no faturamento, alterou a Margem de Lucro para 0,00 (0%), não produzindo lucro líquido sobre as vendas.

O índice de Retorno sobre o Investimento da Bahema Educação S.A. em 2016 foi de R\$ 0,04 ou 4% sobre cada R\$ 1,00 aplicado no Ativo, já em 2017, o retorno foi de -0,06 (-6%), sendo que a empresa teve uma alta no valor do ativo, mas apresentou prejuízo e, deste modo, o quociente é negativo, pois não existe lucro líquido sobre o valor investido. No ano de 2018 a situação permaneceu, mas o quociente cai para -0,03 (-3%), reflexo na melhora dos resultados.

Quanto ao indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido, mesmo com o patrimônio líquido crescendo gradativamente durante os três anos, por causa da queda do lucro, este indicador, que começou em 0,05 (5%) em 2016, caiu para -0,08 (8%) em 2017 e terminou em -0,04 (4%) no ano de 2018. A companhia, segundo o Relatório da Administração, divulga que está em um processo de crescimento e aprendizado, do qual segue confiante para os próximos anos. Perez (2015)

menciona que um índice favorável depende da expectativa que o investidor deposita na empresa, visto que pode esperar um retorno ao longo prazo.

Conforme mencionado em suas Demonstrações Financeiras, na parte do contexto operacional, a Bahema Educação S.A. não comercializava produtos e serviços em 2016, tendo como receita as participações em algumas companhias, das quais recebia dividendos e juros sobre o capital próprio, além de receber rendimentos sobre as aplicações e ganhos por alienação de investimentos. Em vista disso, o quociente de Margem de Lucro de 2016 é 0,00 (0%). No ano de 2017, apresentou receita de vendas, porém, como não obteve lucro a companhia gerou um resultado negativo de -0,11 (-11%), que significa que seus custos ultrapassaram suas receitas. Já em 2018, o resultado de -0,06 (-6%), em comparação ao ano anterior, apresentou uma melhora, pois o prejuízo diminuiu e o faturamento aumentou, mas o quociente ainda é negativo, devido à falta de lucro líquido no resultado da companhia.

A Cogna Educação S.A. apresentou um retorno sobre o investimento de 0,11 (11%) em 2016, resultado que se manteve em 2017. Por ser um indicador que pode ser interpretado de maneira que 'quanto maior, melhor', o resultado de 0,06 (6%) em 2018 foi tido como uma piora para a empresa, que definiu no Relatório da Administração que a queda do lucro líquido ocorreu devido ao aumento da despesa com depreciação, derivada de produtos de origem tecnológica, que possuem uma vida útil mais curta, a diminuição da receita líquida, por conta de encargos da dívida, os custos com a aquisição da Somos e a venda de ativos no final de 2017. A variação do quociente também é decorrente do aumento do ativo total médio, que passou de R\$ 17.910.750.000,00 em 2017, para R\$ 24.432.737.000,00 em 2018, composto, principalmente, do acréscimo nas contas a receber, imobilizado e intangível. Na Nota Explicativa de Contas a Receber de 2018 a empresa explica que o avanço dos números se deu em virtude da maior exposição dos produtos de parcelamento da companhia, onde o pagamento ocorre após a conclusão do curso, aliado a uma maior concentração de mensalidades em aberto.

Avaliando os resultados do indicador de Retorno do Patrimônio Líquido, é possível perceber que houve um aumento no patrimônio líquido de modo gradativo, mesmo havendo a queda do lucro líquido em 2018, ilustrando que o aumento de capital não retornou através do lucro. Nos três anos, a Cogna foi a companhia que apresentou os melhores resultados de Margem de Lucro, entre as empresas

analisadas de mesmo segmento, de forma que quanto mais alto este quociente, maior é o lucro da operação. (BRUNI, 2014). Em 2016, exibiu um índice de 0,36 (36%), sendo mencionado no Relatório da Administração como resultado dos esforços da área comercial na captação e matrículas, além dos reajustes nas mensalidades. No ano de 2017, o índice passou para 0,34 (34%) e caiu para 0,23 (23%) em 2018, ano em que a receita aumentou, mas o lucro não refletiu seu crescimento. O aumento da receita está atrelado, segundo o Relatório da Administração, à melhora no 'mix' de cursos, ao desempenho no setor de pós-graduação e educação básica e às compensações na incorporação da Somos.

Os resultados de rentabilidade apresentados pela Estácio Participações S.A. demonstram uma linha de crescimento da empresa, pois os três indicadores evoluíram no período. No ano 2016, o quociente de Retorno sobre o Investimento foi de 0,09 (9%), passando para 0,10 (10%) em 2017 e em 0,16 (16%) no final de 2018, sendo importante lembrar que este índice demonstra o potencial na produção de lucros com base nos investimentos totais. (RIBEIRO, 2015).

No Relatório da Administração de 2018, a companhia descreve as medidas implantadas que surtiram efeito no resultado financeiro e, dentre elas, a empresa destaca o programa de parcelamento próprio e de diluição solidária, que permite ao aluno o pagamento menor da primeira parcela, sendo diluída a diferença nas demais que vencerão, uma vez que eram concedidos descontos totais ou parciais no passado. Além disso, essa medida trouxe uma maior adesão de alunos, chegando a corresponder a 80% da captação no ano. Em termos operacionais, é destacado o crescimento do EAD, o lançamento de 49 novos cursos e um número 3 vezes maior de ofertas.

O indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido aumentou de 0,14 (14%) em 2016, para 0,24 (24%) em 2018, sendo o crescimento do lucro o principal agente de mudança no índice, entretanto, o patrimônio líquido médio também apresentou um aumento, significando que houve uma maior geração de recursos próprios. Conforme o Relatório da Administração, o aumento de 51,9% do lucro líquido registrado ocorreu em função da melhora nos resultados operacionais e na redução das despesas financeiras.

Já na Margem de Lucro, as vendas não cresceram na dimensão do lucro líquido e, assim, o resultado do indicador evoluiu durante os três anos,

demonstrando que, de cada R\$ 1,00 faturado, a empresa obteve R\$ 0,12 de lucro líquido em 2016, R\$ 0,13 em 2017 e R\$ 0,18 em 2018.

A Ser Educacional S.A. apresentou seus melhores resultados de rentabilidade no ano de 2016, com 0,12 (12%) de Retorno sobre o Investimento, 0,27 (27%) de Retorno sobre o Patrimônio Líquido e 0,20 (20%) de Margem de Lucro. A queda do indicador de Retorno sobre o Investimento foi movida pelo aumento do investimento no ativo total médio contra uma redução do lucro líquido. No ano de 2018, o ativo total aumentou novamente e o lucro líquido não acompanhou a mesma evolução, resultando em um quociente que era de 0,09 (9%) em 2017 e caiu para 0,08 (8%) em 2018.

Ao analisar o indicador de Retorno do Patrimônio Líquido, os resultados refletem a mesma predisposição do Retorno sobre o Investimento, em que houve um aumento do patrimônio líquido, mas o lucro líquido não foi o suficiente para deixar de provocar a queda do quociente. Isso demonstra que nem o ativo e nem o patrimônio líquido foram fatores relevantes para melhorar o lucro como um todo. A companhia descreve no Relatório da Administração de 2017 que o maior gasto com publicidade e propaganda, despesas de pessoal, custos de aluguel, aumento da provisão de clientes de liquidação duvidosa e descontos concedidos para captação de alunos fizeram parte do efeito de redução do lucro líquido. Já em 2018, segundo a empresa, a redução pode ser explicada por diversas razões, mas uma delas é a diminuição de incentivos fiscais provenientes do PROUNI, que promoveu o aumento do percentual de recolhimento de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro. A Margem de Lucro de manteve em 0,16 (16%) entre 2017 e 2018, pela equivalência na divisão.

O aumento na receita em 2018, conforme as Notas Explicativas, aconteceu em virtude da adoção da empresa ao IFRS 15, em que reconhece sua receita de mensalidades com base nos contratos de prestação de serviços ou a partir dos valores dos boletos emitidos com vencimento para o dia 30 de cada mês, e não até o dia 5 como era anteriormente, em que considerava o desconto de pontualidade. Esta alteração teve efeito no recebimento de juros sobre as mensalidades, agora reconhecido na receita bruta e não mais na receita financeira.

#### 4.5 APLICAÇÃO DO MODELO LAGIOIA (2011)

Essa seção é apresentada com base nos passos que já foram discutidos no capítulo 2.3 desta pesquisa. Conforme indicação da autora, para apurar a Nota Global das empresas selecionadas para análise é necessário, após calcular todos os indicadores propostos pelo modelo, expostos no capítulo 2.2, ordenar os índices encontrados de forma crescente ao classificá-los em uma escala de notas e conceitos, onde o conceito fraco é determinado para o pior resultado e, o excelente, para o melhor resultado.

Organizando de acordo com a interpretação do indicador, as melhores notas e conceitos são dados para as empresas com os indicadores de Liquidez, Rentabilidade e de Mercado (*Pay Out* e *Yield*) que obtiveram o índice mais alto, e para os indicadores de Endividamento e de Mercado (Preço Lucro e Preço Valor Patrimonial) os índices mais baixos, salvo os resultados negativos que são interpretados de forma individualizada.

Segue, no Quadro 9, a disposição dos índices do ano de 2016 das empresas deste estudo, conforme escala de desempenho proposta pelo Modelo de Lagioia (2011).

Quadro 9 - Escala dos Indicadores 2016

Indicador	Notas	2	4	6	8	10
	Conceito	Fraco	Razoável	Bom	Ótimo	Excelente
Mercado	<i>Pay Out</i>	Ser Educ. 0,15	Bahema 0,2372	Estácio 0,2375	Ânima 0,23751	Cogna 0,31
	<i>Yield</i>	Ânima 0,005	Ser Educ. 0,016	Estácio 0,019	Bahema 0,024	Cogna 0,03
	Preço Lucro	Ânima 51,58	Estácio 12,26	Cogna 10,77	Bahema 9,72	Ser Educ. 8,69
	Preço Valor Patrimonial	Ser Educ. 2,11	Estácio 1,81	Ânima 1,69	Cogna 1,61	Bahema 0,48
Liquidez	Liquidez Geral	Ânima 0,79	Ser Educ. 0,9	Estácio 1,2	Cogna 1,22	Bahema 11,72
	Liquidez Corrente	Estácio 1,55	Ânima 1,62	Cogna 2,12	Ser Educ. 5,53	Bahema 16,98
	Liquidez Seca	Estácio 1,55	Ânima 1,62	Cogna 2,1	Ser Educ. 5,53	Bahema 16,98
Endividamento	Part. Cap. Terceiros	Ânima 1,18	Ser Educ. 1,12	Estácio 0,7	Cogna 0,27	Bahema 0,09
	Imobilização Pat. Líquido	Ânima 1,25	Ser Educ. 1,11	Cogna 0,94	Estácio 0,86	Bahema 0,03
Rentabilidade	Retorno Investimento	Ânima 0,02	Bahema 0,04	Estácio 0,09	Cogna 0,11	Ser Educ. 0,12
	Retorno Pat. Líquido	Ânima 0,03	Bahema 0,05	Cogna 0,142	Estácio 0,144	Ser Educ. 0,27
	Margem de Lucro	Bahema 0	Ânima 0,02	Estácio 0,12	Ser Educ. 0,2	Cogna 0,36

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Lajoia (2011).

Apresenta-se a escala dos indicadores com a classificação das empresas para o ano de 2017, conforme o Quadro 10 a seguir:

Quadro 10 - Escala dos Indicadores 2017

Indicador	Notas	2	4	6	8	10
	Conceito	Fraco	Razoável	Bom	Ótimo	Excelente
Mercado	<i>Pay Out</i>	Bahema 0	Ser Educ. 0,19	Ânima 0,23749	Estácio 0,2375	Cogna 0,35
	<i>Yield</i>	Bahema 0	Ânima 0,009	Ser Educ. 0,0109	Estácio 0,011	Cogna 0,02
	Preço Lucro	Bahema -10,32	Ânima 26,14	Estácio 21,88	Ser Educ. 17,67	Cogna 15,14
	Preço Valor Patrimonial	Estácio 3,35	Ânima 3,2	Ser Educ. 2,52	Cogna 1,89	Bahema 1,05
Liquidez	Liquidez Geral	Ânima 0,81	Bahema 1,37	Ser Educ. 1,41	Estácio 1,61	Cogna 1,66
	Liquidez Corrente	Bahema 1,82	Ânima 1,85	Estácio 1,97	Cogna 2,63	Ser Educ. 4,29
	Liquidez Seca	Bahema 1,82	Ânima 1,85	Estácio 1,97	Cogna 2,62	Ser Educ. 4,29
Endividamento	Part. Cap. Terceiros	Ânima 0,92	Ser Educ. 0,66	Bahema 0,57	Estácio 0,45	Cogna 0,2
	Imobilização Pat. Líquido	Ânima 1,18	Cogna 0,87	Bahema 0,79	Estácio 0,728	Ser Educ. 0,726
Rentabilidade	Retorno Investimento	Bahema -0,06	Estácio 0,1	Ânima 0,06	Ser Educ. 0,09	Cogna 0,11
	Retorno Pat. Líquido	Bahema -0,08	Ânima 0,128	Cogna 0,13	Ser Educ. 0,161	Estácio 0,163
	Margem de Lucro	Bahema -0,11	Ânima 0,08	Estácio 0,13	Ser Educ. 0,16	Cogna 0,34

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Lajoia (2011).

Por fim, no Quadro 11, constam os dados do ano de 2018.

Quadro 11 - Escala dos Indicadores 2018

Indicador	Notas	2	4	6	8	10
	Conceito	Fraco	Razoável	Bom	Ótimo	Excelente
Mercado	<i>Pay Out</i>	Bahema 0	Ânima 0,24	Ser Educ. 0,29	Cogna 0,37	Estácio 0,86
	<i>Yield</i>	Bahema 0	Ânima 0,001	Ser Educ. 0,03	Cogna 0,04	Estácio 0,08
	Preço Lucro	Bahema -68,47	Ânima 566,33	Estácio 11,04	Cogna 10,2	Ser Educ. 9,44
	Preço Valor Patrimonial	Estácio 2,7	Bahema 2,57	Ânima 1,98	Ser Educ. 1,26	Cogna 0,89
Liquidez	Liquidez Geral	Cogna 0,56	Ânima 0,68	Bahema 1,17	Estácio 1,34	Ser Educ. 1,37
	Liquidez Corrente	Bahema 1,05	Estácio 1,2	Ânima 1,76	Cogna 2,17	Ser Educ. 2,81
	Liquidez Seca	Bahema 1,05	Estácio 1,2	Ânima 1,76	Cogna 2,02	Ser Educ. 2,81
Endividamento	Part. Cap. Terceiros	Ânima 1,17	Cogna 0,91	Ser Educ. 0,65	Estácio 0,58	Bahema 0,44
	Imobilização Pat. Líquido	Cogna 1,4	Ânima 1,38	Bahema 0,92	Estácio 0,8	Ser Educ. 0,76
Rentabilidade	Retorno Investimento	Bahema -0,03	Ânima 0	Cogna 0,06	Ser Educ. 0,08	Estácio 0,16
	Retorno Pat. Líquido	Bahema -0,04	Ânima 0	Cogna 0,09	Ser Educ. 0,14	Estácio 0,24
	Margem de Lucro	Bahema -0,06	Ânima 0	Ser Educ. 0,16	Estácio 0,18	Cogna 0,23

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Lagioia (2011).

Após a classificação que atribuiu uma nota aos índices conjuntamente com um conceito para cada resultado na escala, o modelo propõe pesos para cada grupo de índices, a fim de representar seu grau de importância e relevância no estudo.

Desta forma, resgatando-se as informações já apresentadas no capítulo 2.3, os pesos dos índices são demonstrados, na Tabela 10, a seguir:

Tabela 10 - Pesos dos Índices

<b>Indicadores</b>	<b>Peso</b>
<i>Pay Out</i>	0,05
<i>Yield</i>	0,20
Preço Lucro	0,60
Preço Valor Patrimonial	0,15
<b>Indicadores de Mercado</b>	<b>1,00</b>
Liquidez Geral	0,30
Liquidez Corrente	0,50
Liquidez Seca	0,20
<b>Indicadores de Liquidez</b>	<b>1,00</b>
Participação de Capital de Terceiros	0,60
Imobilização do Patrimônio Líquido	0,40
<b>Indicadores de Endividamento</b>	<b>1,00</b>
Retorno de Investimentos	0,20
Retorno Patrimônio Líquido	0,50
Margem de Lucro	0,30
<b>Indicadores de Rentabilidade</b>	<b>1,00</b>

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011, p. 221).

Seguindo com o proposto pelo modelo, as notas de desempenho que as empresas receberam na escala (Quadros 9, 10 e 11) são multiplicadas pelo peso de cada índice. O somatório destes resultados por grupo de indicadores (Mercado, Liquidez, Endividamento e Rentabilidade) é denominado pela a autora como sendo a Nota do Grupo.

É demonstrada na Tabela 11, a seguir, a nota obtida de cada grupo de indicadores.

Tabela 11 - Nota dos Grupos de Indicadores

(continua)

Ano	Indicadores	Peso	Ânima		Bahema		Cogna		Estácio		Ser Educ.	
			Nota	Peso x Nota	Nota	Peso x Nota	Nota	Peso x Nota	Nota	Peso x Nota	Nota	Peso x Nota
2016	<i>Pay Out</i>	0,05	8	0,4	4	0,2	10	0,5	6	0,3	2	0,1
	<i>Yield</i>	0,2	2	0,4	8	1,6	10	2	6	1,2	4	0,8
	Preço Lucro	0,6	2	1,2	8	4,8	6	3,6	4	2,4	10	6
	Preço VP	0,15	6	0,9	10	1,5	8	1,2	4	0,6	2	0,3
	<b>Nota de Mercado</b>			<b>2,9</b>		<b>8,1</b>		<b>7,3</b>		<b>4,5</b>		<b>7,2</b>

(conclusão)

Ano	Indicadores	Peso	Ânima		Bahema		Cogna		Estácio		Ser Educ.	
			Nota	Peso x Nota								
2016	Liq. Geral	0,3	2	0,6	10	3	8	2,4	6	1,8	4	1,2
	Liq. Corrente	0,5	4	2	10	5	6	3	2	1	8	4
	Liq. Seca	0,2	4	0,8	10	2	6	1,2	2	0,4	8	1,6
	<b>Nota de Liquidez</b>			<b>3,4</b>		<b>10</b>		<b>6,6</b>		<b>3,2</b>		<b>6,8</b>
	Part. Cap. Terc.	0,6	2	1,2	10	6	8	4,8	6	3,6	4	2,4
	Imob. Pat. Líq.	0,4	2	0,8	10	4	6	2,4	8	3,2	4	1,6
	<b>Nota de Endividamento</b>			<b>2</b>		<b>10</b>		<b>7,2</b>		<b>6,8</b>		<b>4</b>
	Retorno Invest.	0,2	2	0,4	4	0,8	8	1,6	6	1,2	10	2
	Retorno Pat. Líq.	0,5	2	1	4	2	6	3	8	4	10	5
	Margem de Lucro	0,3	4	1,2	2	0,6	10	3	6	1,8	8	2,4
<b>Nota Rentabilidade</b>			<b>2,6</b>		<b>3,4</b>		<b>7,6</b>		<b>7</b>		<b>9,4</b>	
<i>Pay Out</i>	0,05	6	0,3	2	0,1	10	0,5	8	0,4	4	0,2	
<i>Yield</i>	0,2	4	0,8	2	0,4	10	2	8	1,6	6	1,2	
Preço Lucro	0,6	4	2,4	2	1,2	10	6	6	3,6	8	4,8	
Preço VP	0,15	4	0,6	10	1,5	8	1,2	2	0,3	6	0,9	
<b>Nota de Mercado</b>			<b>4,1</b>		<b>3,2</b>		<b>9,7</b>		<b>5,9</b>		<b>7,1</b>	
2017	Liq. Geral	0,3	2	0,6	4	1,2	10	3	8	2,4	6	1,8
	Liq. Corrente	0,5	4	2	2	1	8	4	6	3	10	5
	Liq. Seca	0,2	4	0,8	2	0,4	8	1,6	6	1,2	10	2
	<b>Nota de Liquidez</b>			<b>3,4</b>		<b>2,6</b>		<b>8,6</b>		<b>6,6</b>		<b>8,8</b>
	Part. Cap. Terc.	0,6	2	1,2	6	3,6	10	6	8	4,8	4	2,4
	Imob. Pat. Líq.	0,4	2	0,8	6	2,4	4	1,6	8	3,2	10	4
	<b>Nota de Endividamento</b>			<b>2</b>		<b>6</b>		<b>7,6</b>		<b>8</b>		<b>6,4</b>
	Retorno Invest.	0,2	6	1,2	2	0,4	10	2	4	0,8	8	1,6
	Retorno Pat. Líq.	0,5	4	2	2	1	6	3	10	5	8	4
	Margem de Lucro	0,3	4	1,2	2	0,6	10	3	6	1,8	8	2,4
<b>Nota Rentabilidade</b>			<b>4,4</b>		<b>2</b>		<b>8</b>		<b>7,6</b>		<b>8</b>	
<i>Pay Out</i>	0,05	4	0,2	2	0,1	8	0,4	10	0,5	6	0,3	
<i>Yield</i>	0,2	4	0,8	2	0,4	8	1,6	10	2	6	1,2	
Preço Lucro	0,6	4	2,4	2	1,2	8	4,8	6	3,6	10	6	
Preço VP	0,15	6	0,9	4	0,6	10	1,5	2	0,3	8	1,2	
<b>Nota de Mercado</b>			<b>4,3</b>		<b>2,3</b>		<b>8,3</b>		<b>6,4</b>		<b>8,7</b>	
2018	Liq. Geral	0,3	4	1,2	6	1,8	2	0,6	8	2,4	10	3
	Liq. Corrente	0,5	6	3	2	1	8	4	4	2	10	5
	Liq. Seca	0,2	6	1,2	2	0,4	8	1,6	4	0,8	10	2
	<b>Nota de Liquidez</b>			<b>5,4</b>		<b>3,2</b>		<b>6,2</b>		<b>5,2</b>		<b>10</b>
	Part. Cap. Terc.	0,6	2	1,2	10	6	4	2,4	8	4,8	6	3,6
	Imob. Pat. Líq.	0,4	4	1,6	6	2,4	2	0,8	8	3,2	10	4
	<b>Nota de Endividamento</b>			<b>2,8</b>		<b>8,4</b>		<b>3,2</b>		<b>8</b>		<b>7,6</b>
	Retorno Invest.	0,2	4	0,8	2	0,4	6	1,2	10	2	8	1,6
	Retorno Pat. Líq.	0,5	4	2	2	1	6	3	10	5	8	4
	Margem de Lucro	0,3	4	1,2	2	0,6	10	3	8	2,4	6	1,8
<b>Nota Rentabilidade</b>			<b>4</b>		<b>2</b>		<b>7,2</b>		<b>9,4</b>		<b>7,4</b>	

Fonte: Elaborada pela autora, com base em Lajoia (2011).

Com o propósito de determinar uma nota mais abrangente, ou seja, a Nota Global por empresa, a autora estabeleceu pesos para cada grupo de indicadores, representando no modelo o seu grau de participação.

Retomando a tabela 4 do capítulo 2.3, apresentam-se, na Tabela 12, os pesos atribuídos para cada grupo de indicadores.

Tabela 12 - Pesos dos Indicadores

<b>Grupo de Indicadores</b>	<b>Peso</b>
Indicador de Mercado	0,50
Indicador de Liquidez	0,10
Indicador de Endividamento	0,10
Indicador de Rentabilidade	0,30
<b>Total</b>	<b>1,00</b>

Fonte: Adaptado de Lagioia (2011, p. 223).

Assim, a Nota do Grupo de indicadores encontrada (Tabela 11) é multiplicada pelo peso destinado ao grupo, de forma que o somatório dos resultados por empresa é denominado, no Modelo de Lagioia (2011), como a Nota Global da companhia, que representa de forma agregada a sua pontuação final.

Na Tabela 13, a seguir, apresentam-se os cálculos e a respectiva Nota Global gerada por empresa em cada um dos três anos (2016, 2017 e 2018).

Tabela 13 - Avaliação Global

<b>Ano</b>	<b>Índices</b>	<b>Peso</b>	<b>Ânima</b>		<b>Bahema</b>		<b>Cogna</b>		<b>Estácio</b>		<b>Ser Educ.</b>	
			<b>Nota</b>	<b>Peso x Nota</b>	<b>Nota</b>	<b>Peso x Nota</b>	<b>Nota</b>	<b>Peso x Nota</b>	<b>Nota</b>	<b>Peso x Nota</b>	<b>Nota</b>	<b>Peso x Nota</b>
<b>2016</b>	Mercado	0,5	2,9	1,45	8,1	4,05	7,3	3,65	4,5	2,25	7,2	3,6
	Liquidez	0,1	3,4	0,34	10	1	6,6	0,66	3,2	0,32	6,8	0,68
	Endividamento	0,1	2	0,2	10	1	7,2	0,72	6,8	0,68	4	0,4
	Rentabilidade	0,3	2,6	0,78	3,4	1,02	7,6	2,28	7	2,1	9,4	2,82
	<b>Nota Global</b>			<b>2,77</b>		<b>7,07</b>		<b>7,31</b>		<b>5,35</b>		<b>7,5</b>
<b>2017</b>	Mercado	0,5	4,1	2,05	3,2	1,6	9,7	4,85	5,9	2,95	7,1	3,55
	Liquidez	0,1	3,4	0,34	2,6	0,26	8,6	0,86	6,6	0,66	8,8	0,88
	Endividamento	0,1	2	0,2	6	0,6	7,6	0,76	8	0,8	6,4	0,64
	Rentabilidade	0,3	4,4	1,32	2	0,6	8	2,4	7,6	2,28	8	2,4
	<b>Nota Global</b>			<b>3,91</b>		<b>3,06</b>		<b>8,87</b>		<b>6,69</b>		<b>7,47</b>
<b>2018</b>	Mercado	0,5	4,3	2,15	2,3	1,15	8,3	4,15	6,4	3,2	8,7	4,35
	Liquidez	0,1	5,4	0,54	3,2	0,32	6,2	0,62	5,2	0,52	10	1
	Endividamento	0,1	2,8	0,28	8,4	0,84	3,2	0,32	8	0,8	7,6	0,76
	Rentabilidade	0,3	4	1,2	2	0,6	7,2	2,16	9,4	2,82	7,4	2,22
	<b>Nota Global</b>			<b>4,17</b>		<b>2,91</b>		<b>7,25</b>		<b>7,34</b>		<b>8,33</b>

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Lagioia (2011).

A última etapa do modelo consiste em transpor as Notas Globais (Tabela 13) conforme a tabela criada pela autora, que estabelece um conceito, que vai do mais fraco ao excelente, designado de acordo com o intervalo em que a nota se enquadra, sendo importante mencionar que estas definições foram recuperadas do modelo disposto no Quadro 8 do capítulo 2.3.

Assim, considerando-se os resultados finais desse estudo, apresenta-se, no Quadro 12, o resultado final, demonstrando-se a classificação das empresas listadas na B3 que atuam no segmento de serviços educacionais, no período de 2016, 2017 e 2018, a fim de comparar e acompanhar sua performance tendo como base os indicadores propostos pelo Modelo de Lagioia (2011).

Quadro 12 - Análise Final das Empresas

Conceito	Intervalo	2016		2017		2018	
		Nota	Empresa	Nota	Empresa	Nota	Empresa
EXCELENTE	8 > 10			8,87	Cogna	8,33	Ser Educ.
ÓTIMO	6 > 8	7,5	Ser Educ.	7,47	Ser Educ.	7,34	Estácio
		7,31	Cogna	6,69	Estácio	7,25	Cogna
		7,07	Bahema				
BOM	4 > 6	5,35	Estácio			4,17	Ânima
RAZOÁVEL	2 > 4	2,77	Ânima	3,91 3,06	Ânima Bahema	2,91	Bahema
FRACO	0 > 2						

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Lagioia (2011, p. 224).

A companhia Ânima Holding S.A. recebeu, em 2016, o conceito “Razoável” ao apresentar a Nota Global de 2,77, sendo a empresa com o pior resultado em comparação com as outras do mesmo segmento de serviços educacionais no período. Em 2017, sua nota passou para 3,91, ultrapassando a empresa Bahema Educação S.A., mas mantendo o mesmo conceito de análise. No último ano, a companhia atinge o conceito “Bom” ao apresentar a nota de 4,17, demonstrando uma evolução ao longo dos três anos.

A companhia menciona em seu Relatório da Administração que, em quinze anos de existência e cinco de capital aberto, acredita que 2018 se tornou um divisor de águas, pois, após uma reestruturação operacional e de governança corporativa, se mostra confiante quanto ao seu crescimento e rentabilidade, mesmo tendo enfrentado impactos financeiros. Com a intenção de recuperar margens, a empresa

investe em programas que envolvem o modelo acadêmico híbrido, o qual executou em 2018 com a intenção de gerar rentabilidade a partir de 2019, além de movimentos de expansão orgânica, em que, segundo a companhia, as unidades abertas em 2018 captaram bons resultados.

Resgatando os resultados dos indicadores de 2018, a Ânima detinha um *Pay Out* de 0,24 (24%), porém o seu volume de lucro líquido fez com que distribuísse 0,01 de dividendos por ação, tornando o indicador de *Yield* nulo no período. Um dos indicadores de grande relevância no modelo é o índice de Preço Lucro, em que obteve o resultado de 566,33 representando a quantidade de anos, se o lucro não for alterado, do retorno investimento. Resultado este, que fica em posição superior quando comparado com as demais empresas do estudo, em que o segundo maior valor é de 11,04 da empresa Bahema.

Os índices de rentabilidade são baixos, com resultados que variam de 0,002 a 0,003 em 2018. O endividamento demonstra a necessidade de participação de capital de terceiros, dado que os índices estão acima de 1. Já o índice de Preço Valor Patrimonial de 1,98 é acima de 1, evidenciando que o ativo negociado em bolsa está valendo mais do que o seu patrimônio líquido naquele momento. A sua liquidez geral foi de 0,68, valor que abaixo de 1 indica que a empresa não tem condições de liquidar todos os seus encargos futuros considerando seu ativo realizável, porém, possui liquidez corrente e seca de 1,76, dispondo de capacidade no curto prazo.

A companhia Bahema Educação S.A. adquiriu o conceito de “Ótimo” no ano de 2016 com a Nota Global de 7,07, porém, em 2017 caiu para 3,06 e manteve o conceito de “Razoável” no ano de 2018 com a nota de 2,91, tornando-se a empresa com o pior desempenho em 2018 entre as companhias pesquisadas.

Segundo a companhia descreve no Relatório da Administração de 2018, foi consolidada sua participação como agenciadora de instituições pedagógicas e, a partir de ações realizadas, fortaleceu sua governança nas escolas. A empresa enfatiza o fato de que há muito a ser feito ainda e que precisam crescer, fazendo com que as medidas tomadas sejam refletidas em um maior número de alunos e novas escolas, sem perder sua qualidade pedagógica. Em vista disso, a companhia cita para o próximo semestre uma reorganização de estrutura de capital.

Simplificando os resultados já explanados dos indicadores de 2018, destaca-se que, devido ao seu prejuízo acumulado, os índices de Mercado e de

Rentabilidade, por dependerem do lucro líquido para análise, não obtiveram resultados positivos. É possível descrever o indicador de Preço Valor Patrimonial, cujo resultado de 2,57 demonstra que seu valor cotado em Bolsa está acima do seu valor patrimonial.

Contendo uma participação menor no Modelo de Lagioia (2011), os indicadores de liquidez geral da empresa de 1,77, e de liquidez corrente e seca de 1,05, foram acima de 1, demonstrando que dispõe de ativos para pagamento de suas dívidas totais. Os índices de endividamento, de 0,44 de Participação Capital de Terceiros e 0,92 de Imobilização do Patrimônio Líquido, são menores que 1, indicando não depender de recursos de capital de terceiros.

Em 2016, a Cogna Educação S.A. adquiriu o conceito de “Ótima” com a Nota Global de 7,31, subindo para 8,87 no ano de 2017 e atingindo o conceito de “Excelente”, e assim se tornando a empresa com a melhor Nota Global atingida nos três anos desta pesquisa. Entretanto, no ano de 2018 a nota caiu para 7,25 e a empresa voltou a ficar com o conceito de “Ótima”.

A companhia declara em seu Relatório de Administração que, em 2018, foram desenvolvidos projetos de expansão, além de estratégias de Transformação Digital, das quais firmou parcerias e está percebendo resultados. Para o próximo ano, a companhia descreve que o desenvolvimento dos novos campi, produtos de parcelamentos e a integração com a Somos trarão, segundo a empresa, resultados sólidos e uma geração maior de caixa, sendo um dos seus principais focos administrativos.

Retomando os resultados dos indicadores da Cogna de 2018, é visto que a empresa obteve 0,37 (37%) de *Pay Out*, resultando em um *Yield* de 0,04 (4%). O índice de Preço Lucro foi de 10,20 e o Preço Valor Patrimonial de 0,89, única empresa que apresentou valor abaixo de 1, significando que sua ação está sendo cotada abaixo do seu valor patrimonial. Quanto a sua rentabilidade, o índice de Retorno sobre o Patrimônio Líquido foi de 0,09 (9%) e de Retorno sobre os Investimentos de 0,06 (6%), resultados que, quando são positivos, significam que houve rentabilidade. Já sua Margem de Lucro de 0,23 (23%) foi a maior dentre as empresas, onde logo depois está a Estácio com 0,18 (18%).

Para financiar o Imobilizado da empresa, a Cogna mostra que necessita de recursos de terceiros, pois o seu índice de endividamento de Imobilização do Patrimônio Líquido é de 1,40, o maior em comparação com as demais empresas,

porém, o indicador de Participação de Capital de Terceiros é de 0,91, abaixo de 1, demonstrando que seu patrimônio líquido é maior que seu passivo total. A Liquidez Geral de 0,56, valor menor que 1, caracteriza que a empresa não teria ativos disponíveis suficientes para quitar suas obrigações de curto e longo prazo. Contudo, os índices de liquidez corrente de 2,17 e liquidez seca de 2,02 enfatizam que no curto prazo possui boa capacidade de pagamento.

A empresa Estácio Participações ganhou o conceito “Bom” em 2016, com 5,35 de Nota Global e passou para “Ótimo” quando atingiu 6,69 em 2017. No ano de 2018, a empresa mostrou que continua em um processo de evolução e aumentou sua nota para 7,34, permanecendo, assim, com o conceito “Ótimo” de acordo com a escala do modelo, além de ultrapassar a companhia Cogna que vinha como “Excelente” em 2017.

Em 2018, a companhia menciona, no seu Relatório da Administração, que foi um ano marcado por incertezas econômicas, mas que provou ser capaz de entregar bons resultados. A empresa destaca sua expansão na modalidade EAD e inauguração de cursos e projetos e informa que, para o próximo ano, é esperada uma maior expansão, principalmente quanto aos novos cursos de saúde e à sustentação nos avanços de eficiência que foram alcançados em 2018.

Recuperando os quocientes atingidos no ano de 2018, a Estácio apresentou um *Pay Out* de 0,86 (86%) sendo o maior percentual de dividendos distribuídos sobre o lucro líquido dentre as empresas, porém, o alto percentual é explicado pela distribuição intermediária aprovada oriunda da Reserva de Lucros. O indicador de *Yield* foi de 0,08 (8%). O índice de Preço Lucro, referente ao período em anos de retorno do investimento, foi de 11,04 e o Preço Valor Patrimonial de 2,70, apontando uma superavaliação da ação na Bolsa. A Rentabilidade mostra os melhores resultados nos indicadores de Retorno sobre o Investimento, com 0,16 (16%), e de Retorno sobre o Patrimônio Líquido, com 0,24 (24%). Na Margem Líquida é atingido o índice de 0,18 (18%).

O nível de endividamento da empresa é adequado, visto que os resultados foram abaixo de 1, sendo 0,58 de Participação Capital de Terceiros e 0,80 de Imobilização do Patrimônio Líquido. Os indicadores de liquidez são acima de 1, retratando que a empresa dispõe de ativos para liquidar suas obrigações totais.

A Ser Educacional S.A. adquiriu o conceito de “Ótimo” em 2016, com a Nota Global de 7,5, atingindo quase o mesmo resultado em 2017 com 7,47. No ano de

2018 a companhia evoluiu, passando para “Excelente” com a nota 8,33 e liderou com o melhor conceito do ano.

Observando o Relatório da Administração da companhia de 2018, é destacado pela diretoria o quanto o ano foi um marco importante na trajetória do Grupo. De acordo com a empresa, em um cenário de crise política e econômica no Brasil, a Ser Educacional realizou movimentos de crescimento orgânico de longo prazo e conseguiu assegurar também um crescimento financeiro. Embora tenha tido bons resultados, alguns fatores marcaram o primeiro semestre, dos quais cita: crescimento econômico abaixo do esperado das regiões Norte e Nordeste; a desaceleração da confiança dos consumidores e a forte retração de programas de incentivo do Governo, em especial, o FIES.

Ao resgatar os indicadores calculados de 2018, a Ser Educacional apresentou um *Pay Out* de 0,29 (29%), sendo este o valor do lucro líquido sobre os dividendos distribuídos por ação, e um *Yield* de 0,03 (3%), que é o percentual do dividendo distribuído por ação em relação ao valor da cotação da ação. O tempo de retorno sobre o investimento, quando se mantém o lucro, foi de 9,44, sendo o menor Preço Lucro entre as empresas. O indicador de Preço Valor Patrimonial foi de 1,26, indicando uma cotação acima do valor do patrimônio líquido.

Os indicadores de Retorno sobre o Investimento e sobre o Patrimônio Líquido geraram, respectivamente, 0,8 (8%) e 0,14 (14%) de rentabilidade, já o indicador de Margem de Lucro foi de 0,16 (16%). O nível de endividamento ficou abaixo de 1, do qual 0,65 é de Participação Capital de Terceiros e 0,76 de Imobilização do Patrimônio Líquido, enquanto, nos indicadores de liquidez, os resultados acima de 1 demonstram geração de ativos suficientes para quitação de suas obrigações.

Assim, finalizando-se a análise, é possível observar, no Quadro 12, que no período de três anos analisados, as empresas apresentaram uma evolução. As companhias variaram pouco suas posições, permanecendo, durante o intervalo estudado, as empresas Ser Educacional e Cogna nos dois conceitos mais altos e a empresa Ânima nos conceitos mais baixos, apesar de demonstrar um crescimento no período. A Estácio, por sua vez, foi a empresa que mais cresceu sua Nota Global, passando de 5,35 em 2016, para 7,34 em 2018. Por outro lado, a Bahema, que detinha o conceito “Ótimo” em 2016, passou para “Razoável” em 2017 e ficou com a última posição no ano de 2018.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscou-se, por meio deste estudo, descrever a performance das cinco empresas listadas na B3 do segmento de serviços educacionais, no período de 2016, 2017 e 2018, utilizando um modelo de análise apresentado por Lagioia (2011), que possui o propósito de ser uma ferramenta auxiliar para o investidor em sua tomada de decisão, sobretudo em relação a investimentos, não caracterizando uma sugestão de compra ou venda de ações, e sim, uma análise geral do desempenho econômico-financeiro das empresas, sendo aplicado para cada um dos anos, pois, segundo a autora, a análise se torna mais consistente em uma perspectiva histórica.

Para tanto, foram calculados, primeiramente, os indicadores de mercado, liquidez, endividamento e rentabilidade, de cada empresa e intervalo de tempo. A partir destes dados, foram ordenados os índices de maneira que o melhor resultado do indicador recebia a melhor nota e conceito, enquanto o pior, a pior nota e conceito, de acordo com sua interpretação. Desta forma, as notas obtidas foram multiplicadas pelo peso que Lagioia (2011) propôs no modelo para cada indicador, sendo a soma dos resultados a nova nota gerada, agora, por grupo de indicador. Seguindo o modelo, as notas de mercado, liquidez, endividamento e rentabilidade das empresas foram multiplicadas também por um peso, atribuídos por grupo, em que somados os resultados era obtida a nota global da empresa. A nota global de cada ano foi enquadrada em uma escala indicada no modelo, cuja finalidade é resumir, por meio da nota global obtida, a performance da companhia naquele período, recebendo um conceito, que partia do “Fraco” até o “Excelente”.

Por meio da multiplicação entre a nota do índice e o peso do indicador, foi notado que o resultado, denominado de Nota do Grupo, foi o mais alto em 2016, para a companhia Bahema, nos grupos de indicadores de Mercado, Liquidez e Endividamento, sendo a Ser Educacional, no grupo de Rentabilidade. No mesmo período, a Ânima apresentou as notas mais baixas nos grupos de Mercado, Endividamento e Rentabilidade, e a Estácio no grupo de Liquidez. Já no ano de 2017, a Cogna atingiu a maior nota de Mercado, empatando com a Ser Educacional no grupo de Rentabilidade, que conquistou o melhor resultado na Liquidez, ficando o grupo de Endividamento para a empresa Estácio. A Bahema apresentou as notas mais baixas de Mercado, Liquidez e Rentabilidade no ano, sendo a Ânima a companhia a apresentar os resultados mais baixos no grupo de Endividamento.

No último ano de análise, 2018, a melhor nota por grupo de indicador foi da Ser Educacional em Mercado e Liquidez, da Bahema no grupo de Endividamento e da Estácio nos indicadores de Rentabilidade. As menores notas dos grupos permaneceram de modo idêntico a 2017. Por conseguinte, as Notas Globais, geradas a partir da multiplicação da nota do grupo versus o peso do grupo, foram as melhores no ano de 2016 e 2018 para a Ser Educacional e em 2017 para a Cogna, sendo que as piores notas foram da Ânima em 2016, e da Bahema em 2017 e 2018.

Tendo em vista o cenário da educação no período, mencionado nos Relatórios de Administração das companhias como sendo de crise política e econômica, em que programas de incentivo à educação, como o FIES, sofreram mudanças que levaram a uma maior retração de novos alunos, além do atraso no ressarcimento de valores do Governo, as companhias sofreram os impactos financeiros, sendo que umas instituições foram mais afetadas que outras devido às ações tomadas para manterem-se e, até mesmo, crescerem na adversidade.

A Ânima demonstrou os impactos, ao possuir um lucro líquido, em 2018, abaixo do ano anterior, afetando os resultados de alguns indicadores, seguida pela Bahema, que, após as aquisições de empresas da educação básica, demonstrou prejuízo, porém, seus indicadores de endividamento apontaram que não depende de recursos de terceiros, afetando em maior proporção os indicadores de Mercado e Rentabilidade. As aquisições da Cogna aumentaram seu nível de endividamento no longo prazo, revelando ela que está apostando no retorno de seus investimentos e continua investindo em inovação. A Estácio, entretanto, possuiu o maior índice de *Pay Out* em 2018, demonstrando querer recompensar seus acionistas, mas isso pode ser algo arriscado se o capital disponível da empresa for insuficiente para o seu crescimento e manutenção das atividades, todavia, seu lucro líquido e rentabilidade cresceram ao longo dos três anos. A companhia Ser Educacional, líder de desempenho em 2018 neste estudo, conseguiu manter e atingir bons resultados na maioria dos indicadores, aumentando seu capital e iniciando movimentos de crescimento orgânico para o longo prazo.

Sugere-se, para futuros estudos, a continuidade desta análise ao longo dos anos ou até mesmo de forma trimestral, podendo acrescentar indicadores considerados relevantes dentro dos grupos já propostos e atribuir este método para outros segmentos, sendo possível alterar as escalas de acordo com o número de empresas e os conceitos conforme a quantidade atribuída.

## REFERÊNCIAS

ALVES, Aline. **Análise das demonstrações financeiras**. Porto Alegre: SAGAH, 2018.

ÂNIMA EDUCAÇÃO. **Histórico e perfil corporativo**. [S. l.]: Ânima Educação, 2019. Disponível em: <http://www.animaeducacao.com.br/>. Acesso em: 18 nov. 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14 ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2018.

BAHEMA EDUCAÇÃO. **História**. [S. l.]: Bahema Educação, 2019. Disponível em: <https://www.bahema.com.br/a-companhia/historia/>. Acesso em: 18 nov. 2019.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH Ed., 2014.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CAMARGO, Camila. **Análise de investimentos & demonstrativos financeiros**. Curitiba: Ibpex, 2007.

CAMLOFFSKI, Rodrigo. **Análise de investimentos e viabilidade financeira das empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

CARRETE, Liliam Sanchez; TAVARES, Rosana. **Mercado financeiro brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

CHAVES, Vera Lúcia Jacob. Expansão da privatização/mercantilização do ensino superior Brasileiro: a formação dos oligopólios. **Educação & Sociedade**, Campinas, v. 31, n. 111, p. 481-500, abr./jun. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/es/v31n111/v31n111a10.pdf>. Acesso em: 24 ago. 2019.

ESTÁCIO. **História**. [S. l.]: Estácio, 2019. Disponível em: <https://portal.estacio.br/quem-somos/historia/>. Acesso em: 18 nov. 2019.

FINANCIAMENTOS de faculdades já atraem mais alunos do que fies antes da crise. **Revista Isto É**, São Paulo, n. 2605, 27 set. 2018. Disponível em: <https://istoe.com.br/financiamentos-de-faculdades-ja-atraem-mais-alunos-do-que-fies-antes-da-crise/>. Acesso em: 13 set. 2019.

FRANCA, Acson Gusmão. Educação e mercantilização: um estudo sobre a expansão do setor de ensino superior privado no Brasil a partir da década de 1990. **Revista Brasileira de Ensino Superior**, Passo Fundo, v. 3, n. 1, p. 98-111, jan./mar. 2017. Disponível em: <https://seer.imed.edu.br/index.php/REBES/article/view/1917/1243> Acesso em: 24 ago. 2019.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 7 ed. Rio de Janeiro Atlas, 2019.

GRUPOS de ensino seguem sofrendo com crise e fim do Fies. **Revista Exame**, São Paulo, 15 ago. 2018. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/negocios/grupos-de-ensino-seguem-sofrendo-com-crise-e-fim-do-fies/>. Acesso em: 11 set. 2019.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 11. ed., rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2017.

KROTON. **Histórico**. [S. l.]: Kroton, 2019. Disponível em: <http://www.kroton.com.br/>. Acesso em: 19 nov. 2019.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LINS, Luiz dos Santos; FRANCISCO FILHO, José. **Fundamentos e análise das demonstrações contábeis**: uma abordagem interativa. São Paulo: Atlas, 2012.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: contabilidade empresarial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MARTINS, Carlos Benedito. A reforma universitária de 1968 e a abertura para o ensino superior privado no Brasil. **Educação & Sociedade**, Campinas, v. 30, n. 106, p. 15-35, jan./abr. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/pdf/es/v30n106/v30n106a02>. Acesso em: 24 ago. 2019.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MENDES, Felipe. A transformação do aprendizado. **Isto É Dinheiro**, São Paulo, n. 1148, 07 jun. 2019. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/a-transformacao-do-aprendizado/>. Acesso em: 2 set. 2019.

OTT, Ernani. **Técnicas de pesquisa em contabilidade**. São Leopoldo: Ed. UNISINOS, 2012.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das demonstrações financeiras**. 3.ed., rev. e ampl. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PEREZ JUNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antonio. **Elaboração e análise das demonstrações financeiras**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

PORTO, José Maria. **Manual dos mercados financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2015.

RIBEIRO, Osni Moura. **Estrutura e análise de balanço fácil**. 11. ed., rev. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2015.

SÉCCA, Rodrigo Ximenes; LEAL Rodrigo Mendes. Análise do setor de ensino superior privado no Brasil. **BNDES Setorial - Educação**, [S. l.], n. 30, p. 103-156, set. 2009. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/set3003.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/bnset/set3003.pdf). Acesso em: 24 ago. 2019.

SER EDUCACIONAL. **Perfil institucional**. [S. l.]: Ser Educacional, 2019. Disponível em: <https://www.sereducacional.com/sobre-o-grupo>. Acesso em: 19 nov. 2019.

SIEGEL, Jeremy J. **Investindo em ações no longo prazo**: o guia indispensável do investidor do mercado financeiro. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2015.

SILVA, Alexandre Alcântara da. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2017.