

ANEXO 1.1. LAUDO DE AVALIAÇÃO – REDE INTERNACIONAL DE UNIVERSIDADES LAUREATE LTDA





Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.
 Av. Presidente Juscelino Kubitschek,
 1909 Torre Norte - 10º andar
 04543-011 – São Paulo – SP
 Telefone: +55 11 2573-3000
 www.ey.com

Anima Holding S.A.
 Rua Natingui 862, 1º andar, Vila Madalena
 São Paulo/SP CEP 05443-001, Brasil
 A/C: Sr. André Tavares
 Cargo: Chief Financial Officer

Anima Holding S.A.

06 de Novembro de 2020

Caro Sr. André Tavares,

Conforme solicitação de V.Sa., a Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (doravante denominada "EY") apresenta o relatório referente à estimativa de valor justo da operação brasileira do grupo a Laureate Education Inc. ("Laureate Inc"), concentrada na Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. ("Laureate" ou "Empresa"), na data-base 30 de junho de 2020. A avaliação será utilizada para suportar a administração da Anima Holding S.A. ("Anima" ou o "Cliente" ou a "Administração") no atendimento dos requerimentos do Art. 256 da Lei das S.A., referente à potencial aquisição da Laureate.

Nossa estimativa de valor não deve ser considerada como *fairness opinion*, como recomendação para que se efetue uma transação ou utilizada para fins de processo litigioso, captação de recursos, atendimento às normas contábeis BR GAAP, US GAAP e IFRS, bem como para qualquer outra finalidade exceto a descrita anteriormente e não poderá ser compartilhado com terceiros sem autorização prévia da EY. Entendemos que a decisão final sobre a ocorrência e condições de uma eventual transação é de responsabilidade exclusiva da Anima.

É importante destacar que não investigamos de forma independente, bem como não foi aplicado nenhum processo de auditoria nas informações fornecidas pela Administração. Conforme mencionado em nosso contrato, nossa análise está sujeita às limitações gerais descritas nesse relatório. As projeções foram baseadas nas expectativas da Administração, bem como em nosso entendimento acerca das suas operações.

Uma vez que o valor de uma empresa pode variar ao longo do tempo, qualquer estimativa do valor justo refere-se a uma data específica de avaliação, nesse caso a data-base da avaliação é 30 de junho de 2020. Nosso cálculo de valor é baseado unicamente nas informações conhecidas na data-base dessa avaliação.

No início de 2020, o surgimento da pandemia de corona vírus COVID-19 levou a uma significativa volatilidade e declínios nos mercados globais de ações, resultando em incerteza significativa em relação aos impactos na economia global, a curto e longo prazo. Os impactos potenciais, incluindo uma recessão global, regional ou outra recessão econômica, são incertos e difíceis de avaliar. A incerteza financeira e econômica pode ter um impacto adverso significativo nos valores justos dos ativos. Para levar em conta o aumento dos riscos econômicos e as crescentes preocupações na comunidade de investimentos relacionadas ao COVID-19 existentes na data-base, podemos considerar prêmios na taxa de desconto e outros ajustes de projeção em nossas análises. Quaisquer referências feitas ao impacto do COVID-19 no relatório não devem ser interpretadas como um comentário completo ou como uma avaliação precisa do impacto potencial total da pandemia.

Agradecemos a oportunidade de colaborarmos com a Anima. Caso haja quaisquer dúvidas ou necessidade de informações adicionais, entre em contato com o Sr. Otávio Bachir no telefone + 55 11 2573 5640.

Atenciosamente,

Otávio A. A. Bachir, M.Sc.
 Sócio

Antônio Orsi
 Gerente Sênior

Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 2 de 41

Dashboard Índice

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão
7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Sumário Executivo

1

Pág 4

Análise Macroeconômica ...

2

Pág 8

Pesquisa de Mercado

3

Pág 10

Visão geral da Empresa

4

Pág 13

Informações Financeiras ...

5

Pág 16

Conclusão

6

Pág 26

Limitações Gerais

7

Pág 28

Apêndices

8

Apêndices de suporte

Pág 31

Anexos

9

Materiais de referência

Pág 36

1

Sumário Executivo

Nesta seção	Pág
Visão geral do trabalho	5
Contexto estratégico	6
Estimativa de valor	7

1 Sumário Executivo

Visão geral do trabalho

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Objetivo	Escopo do trabalho	Premissas Gerais
<ul style="list-style-type: none"> ▶ A Laureate é uma sociedade empresarial limitada com sede na cidade de São Paulo/SP e tem como atividade preponderante: (i) prestação de serviços de consultoria na área de educação e semelhantes; (ii) administração, operação, titularidade de institutos de ensino em todos os níveis, que forneçam produtos e serviços educacionais (presencial ou educação à distância) de qualquer natureza, incluindo o ensino fundamental médio e superior; e (iii) participações em outras sociedades, nacionais ou estrangeiras. ▶ O objetivo do trabalho é realizar a avaliação da Laureate para o atendimento aos requerimentos do Art. 256 da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 - Lei 6404/76 (Lei das S.A.), como suporte ao processo decisório com relação à possível transação de compra da Laureate pela Anima (vide mais detalhes sobre o escopo do trabalho na página seguinte). ▶ Devido ao contexto descrito, o objetivo deste trabalho é fornecer as premissas e a estimativa do valor justo da Laureate, com base na aplicação da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), na data-base de 30 de junho de 2020. 	<p>O escopo do trabalho envolveu os seguintes procedimentos:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ Entendimento das operações e modelo de negócio da Laureate; ▶ Análise dos demonstrativos financeiros históricos da Empresa; ▶ Análise e crítica das projeções preparadas pela Administração em conjunto com o Banco JP Morgan, assessor financeiro da Anima; ▶ Desenvolvimento do modelo de FCD de acordo com as características operacionais da Empresa; ▶ Pesquisa de empresas que atuam no setor, com base em informações públicas disponíveis; ▶ Reuniões com a Administração para solucionar dúvidas, apresentar os resultados das análises, projeções e para eventuais ajustes e esclarecimentos; e ▶ Cálculo da taxa de desconto que reflete adequadamente os riscos inerentes ao setor, sendo esta taxa utilizada para trazer os fluxos de caixa e a perpetuidade da Laureate a seu valor presente; e ▶ Preparação deste relatório contendo as premissas adotadas, bem como nossa conclusão de valor. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Padrão de valor: Valor justo; ▶ Data-base: 30 de junho de 2020; ▶ Metodologia: Abordagem da Renda (FCD); ▶ Período de projeção: 10 (dez) anos e 6 (seis) meses, de 1º de julho de 2020 a 31 de dezembro de 2030, e perpetuidade; ▶ Taxa de crescimento na perpetuidade de 3,3%: equivalente à expectativa de longo prazo da inflação brasileira (IPCA); ▶ Moeda: Os fluxos de caixa foram projetados em Reais (BRL) em termos nominais (considerando a inflação); ▶ Taxa de desconto: em Reais em termos nominais, de acordo com a metodologia da WACC; ▶ Ajustes: Ativos e passivos não operacionais e dívida líquida não foram considerados no fluxo de caixa. Quando observados, foram tratados à parte e adicionados/subtraídos do valor presente dos fluxos de caixa e perpetuidade. Os passivos relativos a arrendamentos não foram considerados como ajustes não operacionais, uma vez que o fluxo de caixa relativo a estes arrendamentos foi tratado como despesa de aluguel; e ▶ Premissas específicas: As projeções foram baseadas em estimativas da Laureate, fornecidas pela Administração.

1 Sumário Executivo

Contexto estratégico

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Contexto

Entendemos que a Administração está avaliando a aquisição da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda., operação brasileira da Laureate Inc, uma empresa americana de capital aberto que atua no setor de educação nos EUA e internacional. De acordo com a Administração, as condições para a aquisição da Laureate preveem a venda imediata da Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. (a "FMU"), devido à uma questão de concentração de mercado e aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Devido ao fato desta potencial aquisição ser relevante (a contratação dos serviços da EY já prevê que a aquisição será relevante para o Cliente, segundo conclusão da própria Anima) e a Anima ser uma sociedade anônima de capital aberto, entendemos que a avaliação deve atender os requerimentos do Art. 256 da Lei das S.A., que estabelece que:

"A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

- I. *O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou*
- II. *o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:*
 - a) *cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (Redação dada*

pela Lei nº 9.457, de 1997);

b) *valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);*

c) *valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.*

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembleia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)."

Sendo assim, a Administração solicitou à EY a avaliação econômico-financeira da totalidade do capital da Laureate (consolidada, considerando a operação da FMU) para atendimento do § 1º citado acima.



Fonte: Administração.
Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de Junho de 2020 | Página 8 de 41

1 Sumário Executivo

Estimativa de valor

1 Sumário Executivo

2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais

8 Apêndices
9 Anexos

Composição de Valor (BRL milhões)

Valor Operacional (enterprise value)						
Margem EBITDA		WACC				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	-1,0%	5.461.868	5.156.995	4.881.247	4.630.722	4.402.183
	-0,5%	5.586.572	5.275.484	4.994.104	4.738.452	4.505.225
	0,0%	5.711.277	5.393.973	5.106.961	4.846.181	4.608.268
	0,5%	5.835.982	5.512.463	5.219.818	4.953.911	4.711.310
	1,0%	5.960.686	5.630.952	5.332.675	5.061.640	4.814.352
Valor do Negócio (equity value arredondado)						
Margem EBITDA		WACC				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	-1,0%	4.511.400	4.206.600	3.930.800	3.680.300	3.451.800
	-0,5%	4.636.100	4.325.100	4.043.700	3.788.000	3.554.800
	0,0%	4.760.800	4.443.500	4.156.500	3.895.800	3.657.800
	0,5%	4.885.600	4.562.000	4.269.400	4.003.500	3.760.900
	1,0%	5.010.300	4.680.500	4.382.200	4.111.200	3.863.900

Composição de valor		(BRL mil)
Σ Valor presente líquido do fluxo de Caixa		2.844.892
Valor presente da perpetuidade		2.262.269
Valor Operacional (enterprise value)		5.106.961
Valor presente das contingências		(546.450)
Ajuste não-operacional		129.540
Dívida líquida		(533.521)
Valor do Negócio (equity value arredondado)		4.156.500
Múltiplos Implícitos (EV/EBITDA)		
	2021	2022
Laureate (cenário base)	15,5 x	11,9 x
Média das empresas comparáveis	11,5 x	9,7 x

Os resultados obtidos pela utilização das metodologias do FCD são relevantes no contexto da avaliação, dado que:

- Premissas de crescimento estão em linha com os dados históricos e expectativas de mercado;
- Premissas de lucratividade refletem melhorias nos padrões de eficiência da Empresa, atingindo patamares que um participante de mercado teria numa operação comparável, e similares aos já atingidos pela Anima;
- Os parâmetros de avaliação são consistentes com o tamanho e com a expectativa de longo prazo da Laureate; e
- O método do FCD é o que melhor representa o valor de uma companhia baseado em sua rentabilidade futura (Abordagem da Renda).

Essa estimativa de valor não considera possíveis contingências, insuficiências ou superveniências ativas ou passivas que não estejam registradas na posição patrimonial da Empresa. Sendo assim, os resultados não consideram seus efeitos, caso existam.

Conclusão

Com base nas informações recebidas e no trabalho realizado, nossa avaliação resultou em um intervalo de valor justo de aproximadamente BRL 3.451,8 milhões (três bilhões e quatrocentos e cinquenta e um milhões e oitocentos mil reais) a BRL 5.010,3 milhões (cinco bilhões, dez milhões e trezentos mil reais) a para a Laureate na data-base de 30 de junho de 2020.

Ressalte-se que este valor considera que o saldo líquido de BRL 2.514,1 milhões (dois bilhões, quinhentos e quatorze milhões e cem mil reais) em Contas com Partes Relacionadas foi convertido em capital.

2

Análise Macroeconômica

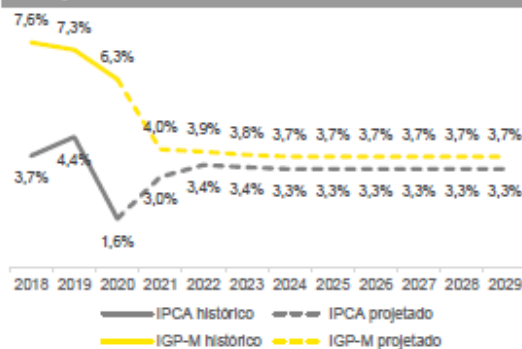
Nesta seção	Pág
Macroeconomia	9

2 Análise Macroeconômica

Macroeconomia

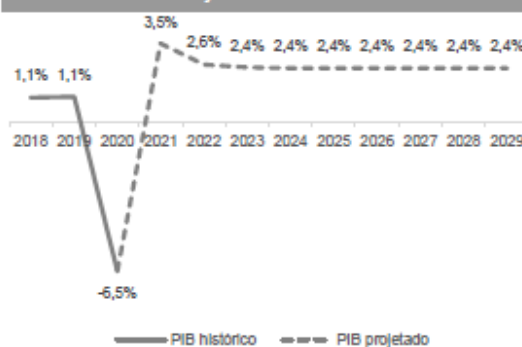
1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Inflação Histórica e Projetada



Fonte: Bacen, FGV

PIB Histórico e Projetado



Fonte: Bacen, EY

Ao realizar a avaliação econômico-financeira de um negócio ou de seus ativos, é importante compreender as principais tendências econômicas do país em que o mesmo opera. Considerando que a Empresa está inserida no mercado brasileiro, as principais informações macroeconômicas estão apresentadas a seguir.

A análise abaixo se refere à data-base deste trabalho, conforme informações divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN), Boletim Focus, Fundação Getúlio Vargas (FGV), Oxford Economics e JP Morgan.

Economia brasileira

Atividade econômica¹

O PIB fechou o ano de 2019 com o crescimento de 1,14%. Segundo expectativas do BACEN em 30 de junho de 2020, o PIB terá uma redução para -6,48% em 2020, mas voltará a crescer para 3,47% em 2021.

Inflação

O índice de inflação oficial, IPCA, fechou o ano de 2019 em 4,38%. De acordo com as expectativas de mercado apresentadas pelo BACEN em 30 de junho de 2020, o índice de inflação IPCA deve chegar a 1,63% em 2020 e 3,04% em 2021. Já o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), calculado pela FGV, fechou o ano de 2019 em 7,31%. A expectativa dos analistas do Boletim Focus é de que esse índice fique em 5,78% em 2020 e 3,93% em 2021.

Política monetária

O Comitê de Política Monetária (Copom), considerando a conjuntura macroeconômica, as perspectivas para a inflação brasileira e o balanço de riscos, decidiu pela redução da taxa Selic para 2,25% a.a. em sua reunião de junho. Foi o terceiro corte realizado durante a crise mundial causada pela pandemia, e a oitava queda consecutiva, levando a taxa para a nova mínima histórica.

O entendimento é que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa elevada, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, sendo a trajetória fiscal decisiva para tal estímulo monetário.

Ainda sobre a decisão, o Comitê entende que é relacionada ao cenário de pandemia e com um balanço de riscos de maior variância para a inflação esperada e é compatível com a convergência para a meta inflacionária para 2021.

Risco-Brasil²

O índice Embi+, calculado pelo JP Morgan, explicita a diferença de desempenho diário dos títulos da dívida norte-americana e de países emergentes e é um indicador da saúde financeira do país em questão. O índice terminou o mês de junho de 2020 em 380 pontos-base, o que indica uma diferença de 3,80 p.p. entre o desempenho dos títulos brasileiros e dos títulos norte-americanos.

3

Pesquisa de Mercado

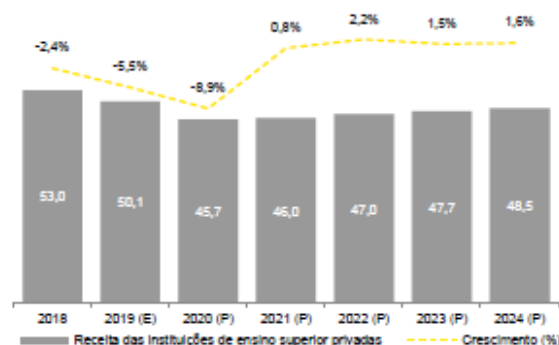
Nesta seção	Pág
Mercado de ensino superior e Instituições de ensino	11

3 Pesquisa de Mercado

Mercado de ensino superior e instituições de ensino

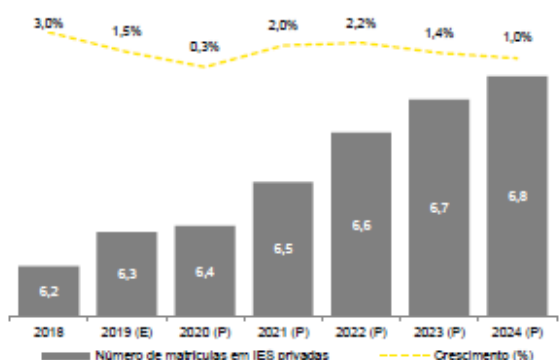
1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Receita das IES Privadas no Brasil (em bilhões de BRL)



Fonte: Lafis

Número de Matrículas em IES Privadas (em milhões)



Fonte: Lafis

Visão Geral do Setor

Segundo a *Austin Asis*, o setor de Ensino Superior atravessou período de importantes mudanças nos últimos anos. Entre eles, destaca-se: o aumento do número de matrículas, em especial na rede privada, surgimento de novas instituições de Ensino Superior, profissionalização da gestão, abertura de capital e movimento de fusões e aquisições, sendo que a desregulamentação do setor e a possibilidade de a iniciativa privada atender de forma mais rápida a demanda tenha sido a principal.

De acordo com a *Lafis*, a educação superior brasileira é compartilhada pela iniciativa pública e privada, entretanto, esta última responde por mais de 75% do ensino superior. O número de matrículas universitárias obteve um crescimento médio de 2,8% nos últimos 5 anos ao ter como determinante o sucesso de programas federais como o PROUNI e o financiamento via FIES. Porém, esse programas estão sofrendo alterações por conta da crise fiscal que vive o Brasil.

De modo geral, segundo a *AI Consulting*, as movimentações das IES foram bastante positivas em 2019, porém, por mais que as mesmas tenham se esforçado até então, elas terão que se adequar a um novo cenário: o da pandemia do Novo Coronavírus e suas consequências.

Fonte: Austin Asis, Lafis, AI Consulting

Perspectivas para o Setor

Segundo a *Lafis*, as instituições de ensino superior privadas estão sofrendo drasticamente com a crise econômica gerada pelas medidas de isolamento social no combate ao novo coronavírus. Dentre os principais efeitos da pandemia e com efeitos negativos sobre o desempenho das IES privadas está o crescimento do desemprego. A alta fragilidade no mercado de trabalho, e consequentemente queda na renda das famílias, tem levado alunos a trancar suas matrículas ou adiar o pagamento de mensalidades e parcelas dos financiamentos estudantis. Além disso, com o início deste novo semestre, a captação de alunos será muito prejudicada pela manutenção deste cenário de incertezas quanto à segurança da retomada das aulas presenciais.

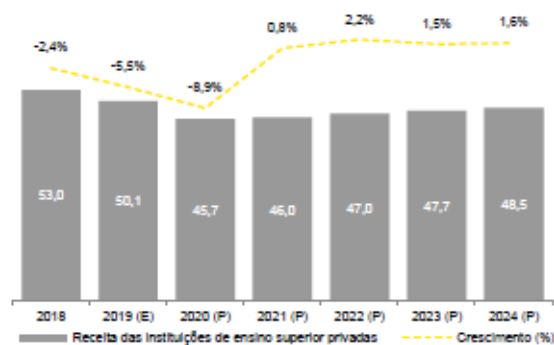
Logo, a combinação entre a fragilidade na renda dos alunos e a não retomada das aulas presenciais no segundo semestre tende a aumentar a evasão no ensino superior privado neste período de rematrícula. Com isso, a *Lafis* revisou ligeiramente para baixo sua projeção do setor para o ano de 2020, apontando para uma queda de 8,9% no faturamento do setor. Quanto ao número de matrículas, este crescerá apenas 0,3% em 2020, sustentado pela modalidade de cursos à distância.

3 Pesquisa de Mercado

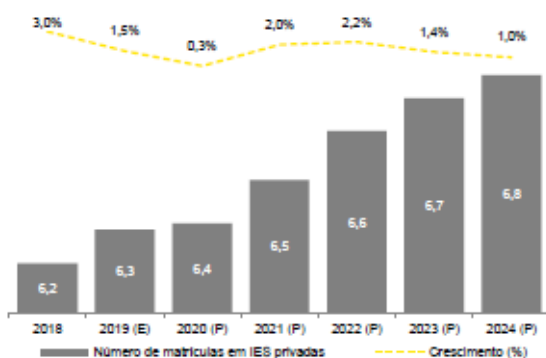
Mercado de ensino superior e instituições de ensino

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Receita das IES Privadas no Brasil (em bilhões de BRL)



Número de Matrículas em IES Privadas (em milhões)



Superados os efeitos econômicos do isolamento social imposto pelo Covid-19, a Lafis acredita em uma retomada da trajetória de crescimento econômico a partir de 2021, com um crescimento de 0,8% no faturamento do setor, mantendo-se em um patamar inferior ao observado no período pré-crise Covid-19.

Para o número de matrículas no ensino superior privado a perspectiva também é de crescimento (2,0%). A expectativa de crescimento baseia-se também na capacidade das empresas do setor em se adaptar ao novo ambiente gerado pela crise sanitária e econômica em 2020.

Após 2021 e a adaptação da economia e da sociedade ao novo ambiente pós-pandemia, espera-se que não haja surpresas quanto ao cenário macroeconômico, com projeções apontando para um nível de desemprego menor, além de uma melhora na renda, ainda que a partir de bases mais fracas, o que auxiliará a redução da inadimplência no pagamento das mensalidades e a entrada de novos alunos.

Com base nisso, a Lafis desenha a projeção do faturamento das instituições privadas de ensino superior para 2022, 2023 e 2024 da seguinte forma: 2,2%, 1,5% e 1,6%, respectivamente. É importante destacar que, mesmo diante deste crescimento, o nível de receita das instituições de ensino superior privado

permanecerá abaixo do patamar pré-crise Covid-19 no longo prazo. Quanto ao número de matrículas, o crescimento será de 2,2%, 1,4% e 1,0% para o mesmo período.

Fonte: Austin Asis, Lafis, All Consulting

Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 12 de 41

4

Visão geral da Empresa

Nesta seção	Pág
Visão geral da empresa	14
Análise de informações financeiras históricas	15

4 Visão geral da Empresa

Visão geral da empresa

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	



Fonte: Site da Empresa

LAUREATE

INTERNATIONAL

UNIVERSITIES®

Rede Internacional de Universidades Laureate

Fundada em 1998, a Laureate Inc. é uma rede global que reúne diversas instituições educacionais, presente em cerca de 25 países. A instituição oferece programas de graduação, mestrado e doutorado nas áreas de arquitetura, arte, negócios, artes culinárias, design, educação, engenharia, ciências da saúde, gestão hoteleira, tecnologia da informação, direito e medicina. A instituição oferece seus programas por meio de uma rede de universidades e instituições baseadas em campus e online. Também oferece programas de intercâmbio e programas internacionais que incluem programas de verão e experiências de estudo no exterior.

No Brasil, a rede oferta cursos nas áreas de arte, arquitetura e design; negócios e administração; comunicações; educação; engenharia e tecnologia da informação (TI); ciências da saúde, gestão hoteleira e artes culinárias; e leis e estudos jurídicos. As faculdades da Laureate estão distribuídas nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Rio de Janeiro, Bahia, Pernambuco, Paraíba, Rio grande do Norte e Rio Grande do Sul, e contam com mais de 875,000 de estudantes.



4 Visão geral da Empresa

Análise de informações financeiras históricas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Ativo (BRL mil)	dez/18	dez/19	jun/20
Caixa e equivalentes de caixa	88.964	59.546	176.950
Caixa restrito	1.179	1.793	1.132
Mensalidades a receber	227.429	263.828	300.483
Despesas antecipadas	5.756	10.852	21.421
Tributos a recuperar	39.193	35.970	34.043
Imposto de renda e contribuição social a recuperar		3.402	1.070
Adiantamentos	18.268	5.445	4.474
Partes relacionadas	5.817	3.569	4.340
Reembolso a receber de antigos proprietários	20.637	28.334	32.957
Outros créditos	10.027	11.389	21.579
Ativo circulante	417.270	424.128	588.648
Ativos não circulantes mantidos para venda	206.470	0	0
Partes relacionadas	1.460	1.460	1.460
Depósitos judiciais	22.410	29.158	28.081
Tributos a recuperar	28.871	26.164	26.164
Mensalidades a receber	52	739	1.080
Ativos de indenização	203.091	196.474	205.931
Tributos diferidos	91.032	121.749	135.462
Despesas antecipadas	2.874	2.568	2.809
Reembolso a receber de antigos proprietários	98.129	79.864	85.080
Ativo de contrato	3.162	14.136	15.407
Imobilizado	690.600	1.494.510	1.407.991
Intangível	1.580.719	1.491.917	1.276.077
Ativo não circulante	2.834.870	3.468.738	3.185.642
Total do ativo	3.352.140	3.892.867	3.784.091
Passivo (BRL mil)	dez/18	dez/19	jun/20
Empréstimos e financiamentos	110.499	212.674	402.481
Fornecedores	82.971	112.660	94.322
Imposto de renda e contribuição social	2.579	1.615	325
Salários e encargos	146.680	114.545	167.853
Tributos a recolher	17.532	13.312	19.502
Recebimentos antecipados	51.752	56.288	94.780
Partes relacionadas	18.526	172.674	229.118
Participações societárias a pagar	48.258	42.483	43.296
Parcelamentos fiscais	11.413	11.382	10.352
Ganho diferido na venda de imóvel	1.525	0	0
Arrendamentos	1.262	82.731	86.524
Outras contas a pagar	4.706	9.772	21.458
Passivo Circulante	487.708	830.128	1.170.011
Passivos de ativos mantidos para venda	35.743	0	0
Empréstimos e financiamentos	382.313	368.407	180.817
Provisão para contingências	227.328	240.822	280.836
Partes relacionadas	1.966.434	1.749.352	2.290.804
Participações societárias a pagar	79.350	40.774	41.944
Parcelamentos fiscais	46.400	36.354	32.713
Tributos diferidos	145.385	106.697	103.575
Deferred gain on sale of property	33.552	0	0
Arrendamentos	5.948	678.303	648.950
Outras contas a pagar	28.140	24.239	24.239
Não circulante	2.860.683	3.244.948	3.803.878
Patrimônio líquido	(98.168)	(192.207)	(988.800)
Total do passivo	3.352.140	3.892.867	3.784.091

Fonte: Administração

Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 16 de 41

Demonstração do Resultado do Exercício (BRL mil)	dez/18	dez/19	jun/19	jun/20
Receita Líquida	2.218.624	2.181.510	1.114.355	1.018.518
Lucro Bruto	1.311.483	1.392.755	684.786	663.596
EBITDA operacional	268.067	508.627	202.193	234.464
EBITDA (considerando impairment)				6.348
Indicadores financeiros	dez/18	dez/19	jun/19	jun/20
Crescimento da ROL	n.a.	-1,70%	n.a.	-8,50%
Margem bruta	59,10%	63,80%	61,50%	65,20%
Margem EBITDA	12,08%	23,32%	18,14%	23,02%

Análise Financeira Histórica

A receita é composta por serviços de cursos presenciais, híbridos, à distância (EAD), e outras receitas operacionais. Apesar da queda de 1,7% no faturamento de 2018 para 2019, observamos uma melhoria de aproximadamente 11,2 pontos percentuais (p.p.) na Margem EBITDA, sendo que 5,6 p.p. refere-se a despesas de aluguel que passaram a ser contabilizadas como amortização de direito de uso após as mudanças no IFRS 16 em 2019. Esse ganho também se deu devido à redução de provisões para créditos de liquidação duvidosa, perdas e contingências.

Em 2020 observa-se uma queda de 8,6% da receita, devido à ocorrência da pandemia de COVID-19, que provocou impactos relevantes no faturamento, estimados em aproximadamente BRL 45,4 milhões, relacionados a recebimentos postergados pelo adiamento de aulas, entre outros efeitos. Ainda assim, observa-se uma melhora nas margens operacionais como um resultado da redução de 17,4% nos custos e 7,2% das despesas com relação ao mesmo período em 2019. Esse ganho se deu pela queda de 21,4% gastos com salários e encargos, queda de 12,8% em contas de consumo e redução de 10,6% em provisões.

Com relação ao Balanço histórico, destacamos o saldo líquido de Partes Relacionadas no valor de (BRL 2.514 milhões), que, segundo dados da Administração, será convertido em capital até a data da transação. Portanto, esse saldo não foi considerado nos ajustes de dívida ao fim desta análise.

Para os fins desta análise, as contas consideradas operacionais para composição do capital de giro foram as seguintes: Mensalidades a receber, Despesas antecipadas, Tributos a recuperar, Outros créditos, Fornecedores, Salários e encargos, Tributos a recolher, Recebimentos antecipados e Outras contas a pagar.

5

Informações Financeiras Projetadas

Nesta seção	Pág
Informações financeiras projetadas Individualmente	17
Informações financeiras projetadas consolidadas	22
Perpetuidade e ajustes não operacionais	24
Taxa de desconto	25

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas individualmente

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Informações Financeiras Projetadas (PFI)

As PFI foram preparadas pela Anima com suporte de seu assessor financeiro no processo de aquisição (JP Morgan), como parte dos seus procedimentos de análise econômica para negociação da transação.

Foram projetadas as atividades operacionais dos centros educacionais pertencentes à Laureate de forma individual, considerando suas respectivas bases de alunos, serviços ofertados, estruturas físicas e composição docente e administrativa. Para mais detalhes sobre os centros educacionais que compõem a estrutura da Laureate, consultar a tabela abaixo.

Receita operacional líquida

As receitas operacionais das faculdades foram projetadas de acordo com suas respectivas ofertas de cursos, considerando as seguintes classificações:

- Presencial, exceto medicina (PEx.Med): cursos presenciais diversos, exceto o curso de medicina que possui comportamento e ticket médio superiores;
- Medicina (Med): cursos presenciais de medicina;

- Híbridos (HIB): cursos diversos que possuem uma dinâmica mista de aulas presenciais e à distância; e
- Ensino à distância (EaD): cursos diversos não presenciais.

A base de alunos projetada para as categorias em cada uma das faculdades levou em conta o número de vagas ofertadas nos cursos, sem aumento de oferta após a data-base. As premissas utilizadas foram:

- Presencial exceto medicina e Híbrido:
 - Graduação:
 - i. Até 2023: a graduação de alunos é projetada como um percentual do número de matriculados no semestre corrente, variando entre 12,7% no primeiro semestre e 6,6% no segundo semestre; e
 - ii. A partir de 2024: passou a ser projetado como um percentual de 26,0% a 38,0% dos novos entrantes com base no primeiro ciclo de estudantes, conforme a premissa de conclusão de um ciclo de alunos em 4 anos. Os percentuais adotados se basearam na experiência e no conhecimento do negócio da Administração, levando em conta o perfil de alunos e a localidade de cada centro educacional.

Sigla	Nome	Localidade	# de alunos	Cursos
UAM	Universidade Anhembi Morumbi	São Paulo/SP	69.844	Pex.Med, Medicina, Híbridos e EaD
UNP	Sociedade Potiguar de Educação e Cultura	Natal/RN	35.502	Pex.Med, Medicina, Híbridos e EaD
Unifg	Centro Universitário Dos Guararapes - Unifg	Guararapes/PE	12.792	Pex.Med, Híbridos e EaD
FPB	Faculdade Internacional Da Paraíba	João Pessoa/PB	5.995	Pex.Med, Híbridos e EaD
FMU	Faculdade Metropolitana Unidas Educacionais Ltda.	Contagem/MG	69.985	Pex.Med, Híbridos e EaD
UNIFACS	FACS Serviços Educacionais Ltda.	Salvador/BA	35.281	Pex.Med, Medicina, Híbridos e EaD
ESADE (FADERGS)	Centro Universitário	Porto Alegre/RS	9.668	Pex.Med, Híbridos e EaD
UniRitter	Centro Universitário Ritter Dos Reis	Porto Alegre/RS	16.026	Pex.Med, Híbridos e EaD
IBMR	Centro Universitário IBMR	Rio de Janeiro/RJ	15.547	Pex.Med, Híbridos e EaD

Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de Junho de 2020 | Página 17 de 41

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas individualmente

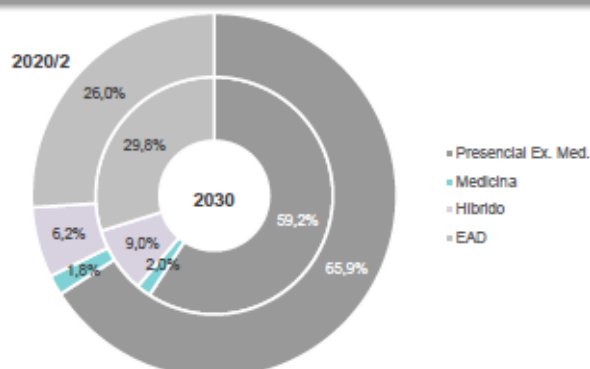
1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 **Informações Financeiras ...**
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

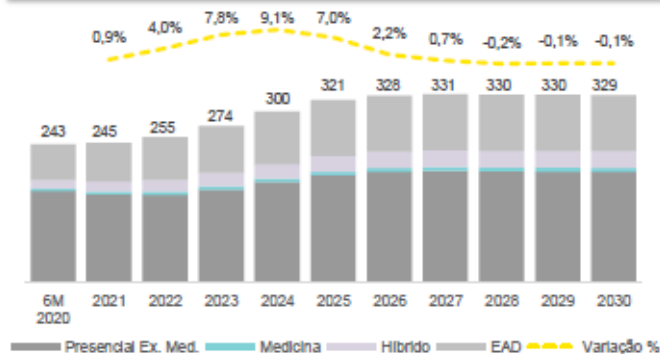
- **Rematrículas:** foram consideradas curvas de rematrícula específicas para cada centro educacional, levando em conta o conhecimento e as expectativas da Administração. Foram considerados também os impactos da crise de corona vírus, provocando uma diminuição nos primeiros quatro semestres projetados em alguns centros educacionais, com alunos de perfil mais suscetível a retrações econômicas.
- **Novos entrantes:** a projeção de novos entrantes sofreu retração nos primeiros dois semestres projetados, com recuperação gradual dos níveis máximos de novos alunos ao longo dos seis semestres seguintes, refletindo as expectativas da Administração com relação aos impactos da pandemia. Após a normalização dos níveis de novas entradas, as estimativas anuais permanecem no mesmo patamar e consideram apenas flutuações semestrais.
- **Desistentes:** foi considerado um percentual de 2,9% a 4,0% de desistência sobre o número total de matrículas semestral.
- **Média das matrículas totais:** para cálculo da receita líquida, foi considerada a média de matriculados no semestre, como premissa de periodização das desistências.
- **Medicina:** foi considerada a evolução semestral dos alunos a partir da estimativa da base histórica, sem inclusão de desistentes. O número de novos entrantes sofreu aumento até 2021 devido à inclusão de cadeiras para o FIES e PROUNI, de acordo com as expectativas da Administração e, após normalizado, permaneceu fixo em toda a projeção.
- **Ensino à distância:** foi projetado de acordo com o aumento percentual estimado da base de alunos, até o alcance dos níveis normalizados de base de alunos em cada faculdade.

Para a base de cálculo da receita, foi considerada a média de matrícula dos dois semestres de cada ano. A partir de 2026, com a base de alunos normalizadas, observa-se apenas a flutuação dos números de matriculados de acordo com as graduações e média anual. Para mais informações sobre a composição e a evolução da base de alunos, consultar os gráficos ao lado.

Base de alunos por tipo de curso (%)



Base de alunos (milhares)



5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas individualmente

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeira ...	
6 Conclusão	

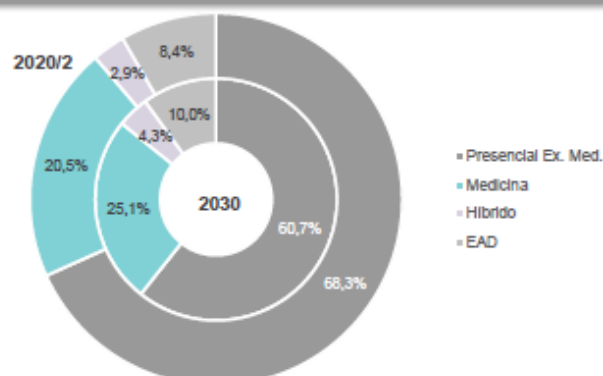
O cálculo da receita por curso foi considerado de acordo com as estimativas de mensalidade líquida de impostos praticadas por cada universidade, sofrendo reajustes anuais pela inflação projetada.

Para os cursos de Medicina e Híbridos, foram considerados crescimento real do valor da mensalidade:

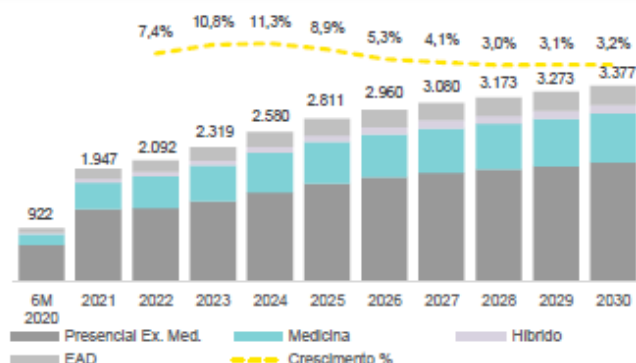
- Medicina: crescimento real de 1,0% ao ano de 2021 a 2025.
- Híbridos: crescimento real de 1,0% ao ano de 2024 a 2026.

De acordo com as premissas adotadas, observamos um crescimento médio ponderado (CAGR) da receita operacional líquida de 6,3% no período de 2021 a 2030. A receita apresenta crescimento real até 2027, proveniente de crescimento na base de alunos ou reajustes de mensalidade, passando a variar conforme a inflação e a flutuação da base de alunos a partir de 2028.

Receita Operacional Líquida por tipo de curso (%)



Receita Operacional Líquida (BRL milhões e crescimento %)



5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas individualmente

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Custos e Despesas Operacionais

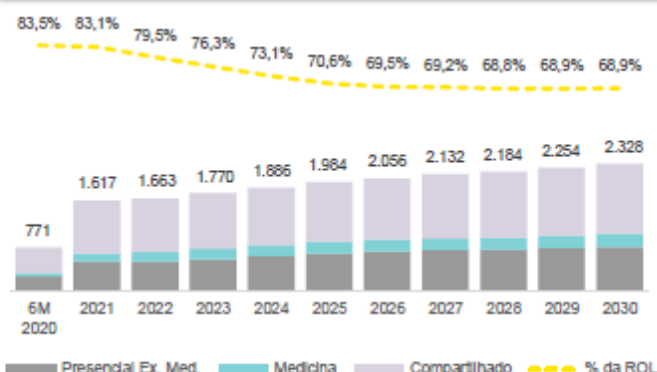
Os custos operacionais foram projetados levando em consideração os cursos ofertados, as estruturas das unidades educacionais e o planejamento de adequação de estrutura operacional desenvolvido pela Anima, de acordo com suas práticas internas.

As premissas de projeção dos custos operacionais se deram conforme descrito abaixo:

► Presencial exceto Medicina:

- Custo de pessoal docente: o custo mensal de pessoal foi calculado de acordo com a seguinte premissa: (matrículas x eficiência docente) x hora/aula x salário médio x (1 + encargos). As premissas utilizadas estão descritas abaixo:
 - i. Eficiência docente (matrículas/horas aulas totais): foi considerado um percentual de eficiência de 3,0 x como referência para as unidades educacionais, de acordo com a prática da Anima. Foi considerado ganho de eficiência ou manutenção dos níveis existentes de acordo com a eficiência apresentada por cada unidade educacional na data-base.
 - ii. Fator de remuneração mensal: foi considerado um valor fixo de 5,3 semanas por mês em todas as unidades educacionais, de acordo com a estimativa de 4,5 semanas + 1/6 de DSR, conforme convenções coletivas;
 - iii. Salário médio: considerou o nível de salário médio dos professores praticado em cada uma das unidades educacionais, com reajustes anuais pela inflação; e
 - iv. Encargos: foi considerado um percentual de encargos variando de 66,0% a 68,0% do salário médio base.
- Custo de pessoal de apoio e infraestrutura: calculado conforme curvas percentuais em função da ROL, com redução gradual ao longo do tempo até atingir níveis normalizados que variaram de 6,0% a 8,7% em cada unidade educacional.

Custos e despesas operacionais (BRL milhões e % da ROL)



- Custos de reestruturação: referente a custos de demissão mediante a ganhos de margem por redução em custos de pessoal de apoio e infraestrutura, equivalente a 72,0% dos ganhos obtidos no período relacionados à diminuição de gastos com pessoal.
- Outros custos: projetado de acordo com um percentual fixo da ROL ao longo dos anos, variando seu percentual entre 1,7% e 21,7% de acordo com o tamanho e a estratégia da Anima para cada faculdade.
- Medicina:
 - Custo de pessoal docente: calculado conforme seu percentual da ROL de medicina, variando de 17,1% no segundo semestre de 2020, com ganhos de eficiência graduais até 2027, quando atinge o nível normalizado de 15,4% da ROL.
 - Custo de pessoal de apoio e infraestrutura: calculado conforme seu percentual da ROL de medicina, variando de 6,0% no segundo semestre de 2020, com ganhos de eficiência graduais até 2027, quando atinge o nível normalizado de 4,5% da ROL.

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas individualmente

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeira ...	
6 Conclusão	

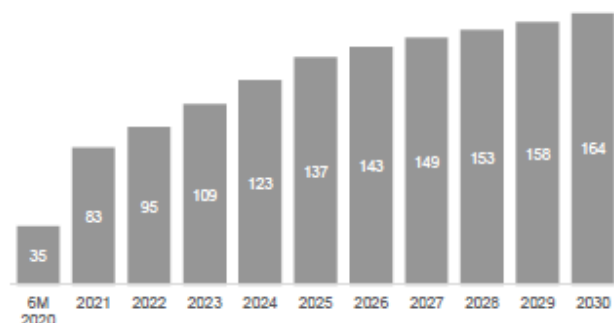
- ▶ Custos de reestruturação: referente a custos de demissão mediante a ganhos de margem por redução em custos de pessoal de apoio e infraestrutura, equivalente a 72,0% dos ganhos obtidos no período relacionados à diminuição de gastos com pessoal.
- ▶ Outros custos: calculado conforme seu percentual da ROL de medicina, variando de 8,8% no segundo semestre de 2020, com ganhos de eficiência graduais até 2027, quando atinge o nível normalizado de 8,2% da ROL.
- ▶ Compartilhado:
 - ▶ Aluguel: projetado de acordo com o estudo realizado pela Anima, com as estimativas de pagamento de aluguel em termos reais para cada unidade educacional, ajustados pelo IGP-M acumulado de cada período. A ESADE é a única exceção a essa regra e teve seus custos de aluguel projetados como 8,0% de sua ROL ao longo de todo o período, por indisponibilidade de informações mais precisas.
 - ▶ Despesas de pessoal total: referente a despesas de pessoal complementares, para suporte à operação e às demais classes de ensino (híbrido e EaD). Foram projetados como um valor total e descontadas pelas despesas de pessoal de apoio e infraestrutura já incorridas em PEx.Med e Medicina. O racional de projeção se deu as seguinte forma:
 - i. Até 2024: foi projetada de acordo com a estimativa de nível de despesas de pessoal de suporte desenvolvida pela Anima, de acordo com as especificidades de cada faculdade e podendo representar um aumento ou diminuição nos níveis de despesas existentes. Foi considerado o aumento gradual dessas despesas até o atingimento da expectativa em 2024; e
 - ii. A partir de 2025: essas despesas foram consideradas fixas e foram reajustadas anualmente pela inflação.
 - ▶ Custos de reestruturação: referente a custos de demissão mediante a ganhos de margem por redução em custos de pessoal total, equivalente a 72,0% dos ganhos obtidos no período relacionados à diminuição de gastos com pessoal.
- ▶ Publicidade e propaganda: projetado de acordo com um percentual fixo da ROL ao longo dos anos, variando seu percentual entre 3,6% e 11,6% de acordo com o nível de receita a estratégia da Anima para cada unidade educacional.
- ▶ PDD: estimada considerando o nível de PDD como um percentual da ROL de cada unidade educacional na data-base, alcançando um nível normalizado em 2025 de acordo com as estratégias da Anima. Os níveis percentuais normalizados variaram de 4,0% a 7,0% da ROL; e
- ▶ Outros custos e despesas: projetado de acordo com um percentual fixo da ROL ao longo dos anos, variando seu percentual entre 3,4% e 12,3% de acordo com o tamanho e a estratégia da Anima para cada unidade educacional.

5 Informações Financeiras Projetadas

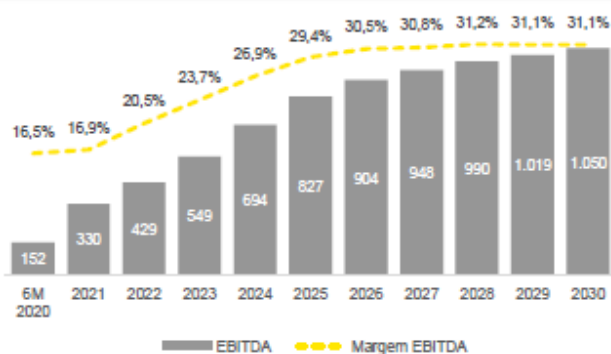
Informações financeiras projetadas consolidadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Despesas Corporativas (BRL milhões)



EBITDA consolidado (BRL milhões e % margem)



Consolidação

Os fluxos das unidades educacionais foram consolidados de acordo com seus resultados operacionais (EBITDA) de cada uma das operações. As despesas da holding foram calculadas levando em conta as receitas e a base de alunos totais, de todas as instituições.

As premissas de projeção de despesas corporativas da holding estão detalhadas a seguir:

Despesas Corporativas

As despesas foram estimadas de acordo com informações fornecidas pela Administração, levando em conta a ROL total e a base de alunos matriculados em cada ano e considerando as premissas descritas abaixo:

► Despesas de Pessoal:

- Até 2025: a Administração realizou estudos para estimar o nível de despesas mínimo para comportar a estrutura da Laureate, segundo os padrões de composição e atividades corporativas da Anima. Sendo assim, foi considerado que as despesas de pessoal da holding sofreriam ajustes até alcançar o patamar mínimo estimado pela Anima. Foi projetado o aumento gradual das despesas com pessoal até atingir o valor de BRL 91,7 milhões em 2025, de acordo com a estimativa da Administração; e
- A partir de 2025: as despesas foram projetadas segundo seu percentual 80,0% fixo e 40,0% variável, ajustado pela inflação e pelo fator de variação anual da base de alunos.

- Outras Despesas: foram projetados de acordo com o percentual de 1,6% da ROL.

O EBITDA consolidado variou de 16,5% no segundo semestre de 2020, 16,9% em 2021 até alcançar 31,1% em 2030.

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas consolidadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

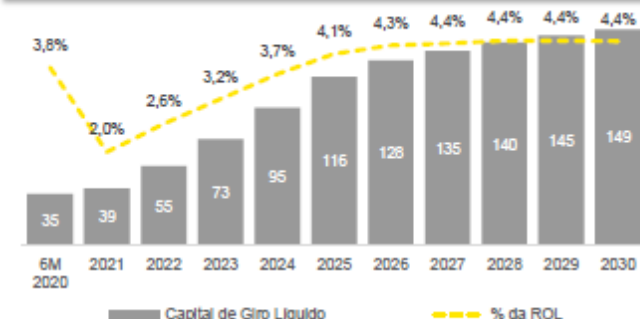
Impostos Diretos

De acordo com o comportamento observado nas atividades operacionais da Administração, não foram considerados pagamentos de impostos diretos. Isso se dá devido ao aproveitamento de benefícios tributários à atividade de educação e ao FIES, de forma que não há pagamento efetivo de tributos em operações de graduação, que são foco dessa análise.

Capital de Giro

A necessidade de capital de giro foi projetada segundo a indicação de contas operacionais e giros médios praticados pela Administração. O percentual de capital de giro líquido projetado variou entre 2,0% a 4,0% da ROL, de acordo com o comportamento das contas operacionais consideradas, conforme demonstrado abaixo:

Capital de giro líquido (BRL milhões e % da ROL)



Capital de Giro: Ativo	Driver	Dias
Mensalidades a receber	ROL	70
Despesas antecipadas	Opex	5
Tributos a recuperar	ROL	6
Outros créditos	ROL	4

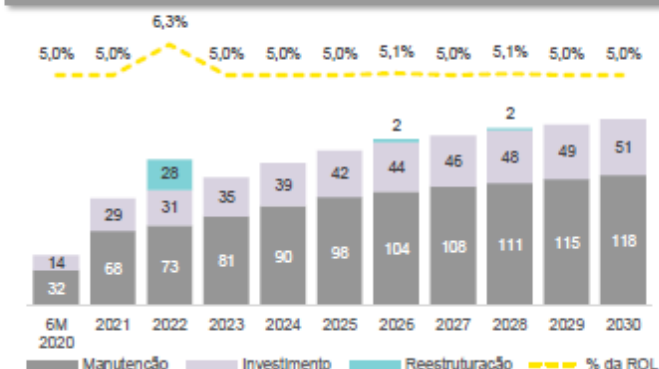
Capital de Giro: Passivo	Driver	Dias
Fornecedores	Opex	22
Salários e encargos	Opex	40
Tributos a recolher	ROL	4
Recebimentos antecipados	ROL	17
Outras contas a pagar	Opex	5

Capex

O Capex projetado variou entre 5,0% e 6,3% da ROL ao longo da projeção. As premissas utilizadas levaram em conta as práticas e expectativas de investimento da Administração, considerando a seguinte composição:

- **Manutenção:** considera o Capex necessário para manutenção periódica das instalações e equipamentos das faculdades, de acordo com um percentual de 3,5% da ROL total.
- **Investimento:** referente ao Capex de suporte ao crescimento projetado, segundo o percentual de 1,5% da ROL total.
- **Reestruturação:** referente a despesas de reestruturação para melhoria das instalações físicas das faculdades, conforme o cronograma estimado pela Anima.

Capex (BRL milhões e % da ROL)



Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 28 de 41

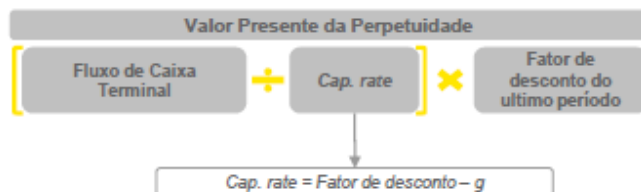
5 Informações Financeiras Projetadas

Perpetuidade e ajustes não operacionais

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Perpetuidade

Para calcular a perpetuidade foi considerado o Fluxo de Caixa de 2030 ajustado pelo crescimento da perpetuidade (g) de 3,3%, equivalente à estimativa de inflação brasileira de longo prazo. O cálculo da perpetuidade foi feito através do modelo de crescimento de Gordon, conforme demonstrado abaixo:



Caixa e Ajustes Não Operacionais

Os ajustes não operacionais foram definidos de acordo com o Balanço Patrimonial da Laureate na data-base, de acordo com a premissa de que eles estão registrados de acordo com sua melhor estimativa de valor justo, sendo assim adicionados ao valor operacional obtido pelo método de FCD.

Ressaltamos que todos os saldos referentes a Partes Relacionadas foram desconsiderados da análise e dos ajustes, segundo o entendimento de que faz parte das negociações da transação a terminação dos créditos e débitos da Laureate com outras empresas do grupo Laureate Education Inc. Segundo informações da Administração, a terminação dos saldos se dará por meio da capitalização do saldo líquido de dívidas de Partes Relacionadas, no total de BRL (2.514.122 mil).

Com relação aos ativos e passivos de leasing, conforme premissas e diretrizes fornecidas pela Administração, a movimentação desses saldos foi devolvida ao EBITDA e projetada conforme as expectativas de despesas de aluguel.

Para obter detalhes com relação à composição dos ajustes aplicados ao valor operacional da Laureate, consultar as tabelas ao lado.

Ajuste Não Operacional

Imposto de renda e contribuição social a recuperar	10.070
Adiantamentos	4.474
Reembolso a receber do antigo proprietário	32.957
Depósitos Judiciais (ANC)	28.081
Tributos a recuperar (ANC)	26.164
Mensalidades a receber (ANC)	1.080
Ativos de indenização (ANC)	205.931
Tributos diferidos (ANC)	135.462
Despesas antecipadas (ANC)	2.809
Reembolso a receber do antigo proprietário (ANC)	85.080
Ativo de contrato	15.407
Imposto de renda e contribuição social	(325)
Provisão para contingências (PNC)	(280.836)
Tributos diferidos (PNC)	(103.575)
Outras contas a pagar (PNC)	(24.239)
Total	129.240

Caixa Não Operacional

Caixa e equivalentes de caixa	176.950
Caixa restrito	1.132
Empréstimos e financiamentos	(402.481)
Participações societárias a pagar	(43.296)
Parcelamentos fiscais	(10.352)
Empréstimos e financiamentos (PNC)	(180.817)
Participações societárias a pagar (PNC)	(41.944)
Parcelamentos fiscais (PNC)	(32.713)
Total	(533.521)

5 Informações Financeiras Projetadas

Taxa de desconto

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Taxa de desconto

A tabela a seguir demonstra a taxa de desconto calculada para descontar o fluxo de caixa projetado.

Composição da taxa de desconto		
Beta desalavancado	[1]	1,03
Debt/equity	[1]	27,8%
Taxa de IR&CSLL	[1]	3,56%
Beta realavancado		1,30
ERP	[2]	6,50%
Risk free (Rf)	[3]	1,42%
Risco Brasil	[4]	3,32%
Prêmio por tamanho/específico	[5]	0,89%
Diferencial de inflação	[6]	1,27%
CAPM nominal		15,55%
Custo da dívida – post-tax	[7]	8,65%
Debt (D)		78,26%
Equity (E)		21,74%
Taxa de desconto (WACC)		14,05%

Notas:

- [1] Com base na média das empresas comparáveis selecionadas de acordo com os setores. Fonte: Capital IQ.
- [2] Prêmio de risco de mercado - Fonte: EY LLP - O prêmio de risco de mercado é baseado no prêmio de risco histórico e expectativas de prêmio de risco futuro.
- [3] Taxa livre de risco - Fonte: Federal Reserve (média histórica de 6 meses dos T-bonds de 20 anos).
- [4] Fonte: JP Morgan EMBI + (média histórica de 6 meses).
- [5] Prêmio por específico – Reflete prêmio por tamanho conforme Duff & Phelps ajustado para o mercado brasileiro e outros riscos específicos inerentes à informações financeiras projetadas.
- [6] Fonte: Banco Central do Brasil e Business Monitor International.
- [7] Baseado na estimativa de custo da dívida se contraída no mercado, considerado a estimativa da Selic de longo prazo mais um spread de 3,0%.

6

Conclusão

Nesta seção	Pág
Conclusão de valor	27

6 Conclusão

Conclusão de valor

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Composição de Valor (BRL milhões)

Valor Operacional (enterprise value)						Composição de valor (BRL mil)			
Margem EBITDA	WACC					Σ Valor presente líquido do fluxo de Caixa			
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	Valor presente da perpetuidade			
	-1,0%	5.461.868	5.156.995	4.881.247	4.630.722	4.402.183	Valor Operacional (enterprise value)		
	-0,5%	5.586.572	5.275.484	4.994.104	4.738.452	4.505.225	Valor presente das contingências		
	0,0%	5.711.277	5.393.973	5.106.961	4.846.181	4.608.268	Ajuste não-operacional		
	0,5%	5.835.982	5.512.463	5.219.818	4.953.911	4.711.310	Dívida líquida		
	1,0%	5.960.686	5.630.952	5.332.675	5.061.640	4.814.352	Valor do Negócio (equity value arredondado)		
Valor do Negócio (equity value arredondado)						Valor do Negócio (equity value arredondado)			
Margem EBITDA	WACC					Múltiplos Implícitos (EV/EBITDA)			
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	2021 2022			
	-1,0%	4.511.400	4.206.600	3.930.800	3.680.300	3.451.800	Laureate (cenário base)		
	-0,5%	4.636.100	4.325.100	4.043.700	3.788.000	3.554.800	Média das empresas comparáveis		
	0,0%	4.760.800	4.443.500	4.156.500	3.895.800	3.657.800			
	0,5%	4.885.600	4.562.000	4.269.400	4.003.500	3.760.900			
	1,0%	5.010.300	4.680.500	4.382.200	4.111.200	3.863.900			
						15,5 x 11,9 x			
						11,5 x 9,7 x			

Os resultados obtidos pela utilização das metodologias do FCD são relevantes no contexto da avaliação, dado que:

- Premissas de crescimento estão em linha com os dados históricos e expectativas de mercado;
- Premissas de lucratividade refletem melhorias nos padrões de eficiência da Empresa, atingindo patamares que um participante de mercado teria numa operação comparável, e similares aos já atingidos pela Anima;
- Os parâmetros de avaliação são consistentes com o tamanho e com a expectativa de longo prazo da Laureate; e
- O método do FCD é o que melhor representa o valor de uma companhia baseado em sua rentabilidade futura (Abordagem da Renda).

Essa estimativa de valor não considera possíveis contingências, insuficiências ou superveniências ativas ou passivas que não estejam registradas na posição patrimonial da Empresa. Sendo assim, os resultados não consideram seus efeitos, caso existam.

Conclusão

Com base nas informações recebidas e no trabalho realizado, nossa avaliação resultou em um intervalo de valor justo de aproximadamente BRL 3.451,8 milhões (três bilhões e quatrocentos e cinquenta e um milhões e oitocentos mil reais) a BRL 5.010,3 milhões (cinco bilhões, dez milhões e trezentos mil reais) a para a Laureate na data-base de 30 de junho de 2020.

Ressalte-se que este valor considera que o saldo líquido de BRL 2.514,1 milhões (dois bilhões, quinhentos e quatorze milhões e cem mil reais) em Contas com Partes Relacionadas foi convertido em capital.

7

Limitações Gerais

Nesta seção	Pág
Declaração de limitações gerais	29

7 Limitações Gerais

Declaração de limitações gerais

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndices
9	Índice

- Este relatório foi preparado exclusivamente para o propósito declarado e não pode ser usado para qualquer outra finalidade. Sujeito aos Termos e Condições Gerais do Contrato, nem este relatório nem quaisquer partes dele podem ser copiadas ou divulgadas por meio de publicidade, relações públicas, notícias, vendas ou qualquer outra mídia pública (ou privada) sem prévia aprovação expressa por escrito da EY.
- Nenhuma investigação da empresa objeto e dos ativos da entidade foi feita, e a reivindicação do proprietário à empresa em questão e aos ativos da entidade é considerada válida. Na medida em que os serviços da EY incluem qualquer análise de ativos, propriedades ou interesses comerciais, a EY não assume responsabilidade por questões de descrição legal ou titularidade, e a EY terá o direito de fazer as seguintes suposições: (i) título é bom e negociável (ii) não existem ônus ou gravames; (iii) há total conformidade com todos os regulamentos e leis federais, estaduais, locais e nacionais aplicáveis (incluindo, sem limitação, leis de uso, ambientais, zoneamento e similares e/ou regulamentações); e (iv) todas as licenças, certificados de ocupação, consentimentos ou autoridade legislativa ou administrativa de qualquer governo federal, estadual, local ou nacional, entidade privada ou organização foram ou podem ser obtidos ou renovados para qualquer uso em que os serviços da EY devem ser baseados.
- Determinados dados financeiros históricos usados em nossa avaliação foram derivados de demonstrações financeiras auditadas e/ou não auditadas e são de responsabilidade da Administração. As demonstrações financeiras podem incluir divulgações exigidas pelos princípios contábeis geralmente aceitos. Não verificamos independentemente a exatidão ou integridade desses dados e não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia quanto à sua precisão ou completude.
- Não assumimos nenhuma responsabilidade por informações fornecidas por terceiros, incluindo a Administração, e essas informações são consideradas confiáveis.
- As estimativas de fluxo de caixa incluídas neste documento são exclusivas para uso na análise de avaliação e não se destinam a uso como previsões ou projeções de operações futuras. Não realizamos um exame ou compilação, nem realizamos um contrato de procedimentos acordados com relação aos dados de fluxo de caixa que o acompanham, e, em concordância, não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia sobre os dados de fluxo de caixa da empresa ou suas suposições subjacentes. Além disso, geralmente haverá diferenças entre os resultados estimados e reais, pois os eventos e circunstâncias frequentemente não ocorrem como esperado, e essas diferenças podem ser relevantes.
- Nada nos chamou a atenção para nos fazer concluir que os fatos e dados apresentados neste relatório não estão corretos.
- As recomendações de avaliação e considerações sobre os assuntos aqui descritos são áreas de prática regular de avaliação para as quais nós consideramos que temos, e nos apresentamos ao público como tendo conhecimento e experiência substanciais. Os serviços prestados estão limitados a tal conhecimento e experiência e não representam serviços de auditoria, consultoria ou impostos que poderiam ser fornecidos pela EY.
- As recomendações de valor contidas neste documento não se propõem a representar os valores dos ativos avaliados a qualquer momento que não seja a data efetiva especificada neste relatório. Mudanças nas condições de mercado podem resultar em recomendações de valor substancialmente diferentes das apresentadas na data efetiva especificada. Não nos responsabilizamos por mudanças nas condições de mercado ou pela incapacidade do proprietário de localizar um comprador dos ativos sujeitos aos valores estabelecidos neste documento.
- Uma vez que o valor de uma empresa pode variar ao longo do tempo, qualquer estimativa do valor justo refere-se a uma data específica de avaliação, a data-base de 30 de junho de 2020. Nosso cálculo de valor é baseado unicamente nas informações conhecidas na data-base.
- No início de 2020, o surgimento da pandemia de coronavírus COVID-19 levou a uma significativa volatilidade e declínios nos mercados globais de ações, resultando em incerteza significativa em relação aos impactos na economia global, a curto e longo prazo. Os impactos potenciais, incluindo uma recessão global, regional ou outra recessão econômica,

7 Limitações Gerais

Declaração de limitações gerais

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

são cada vez mais incertos e difíceis de avaliar. A incerteza financeira e econômica pode ter um impacto adverso significativo nos valores justos dos ativos. Para levar em conta o aumento dos riscos econômicos e as crescentes preocupações na comunidade de investimentos relacionadas ao COVID-19 existentes na data-base, consideramos prêmios de taxa de desconto e outros ajustes em nossa análise. Quaisquer referências feitas ao impacto do COVID-19 no relatório não devem ser interpretadas como um comentário completo ou como uma avaliação precisa do impacto potencial total da pandemia.

11. No curso de nossa análise, recebemos informações por escrito, informações orais e/ou dados em formato eletrônico, relacionados à estrutura, operação e desempenho financeiro da empresa em questão e dos ativos da entidade. Nós não investigamos independentemente ou verificamos os dados históricos e estimados fornecidos para nós. Não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia quanto à precisão dos dados ou a sua integridade. Nenhuma auditoria, mesmo limitada, foi realizada. Consideramos as informações fornecidas como confiáveis e precisas. Assumimos que as informações a nós fornecidas apresentam uma imagem precisa das atividades da Empresa e dos ativos que estão sendo avaliados na data-base. Portanto, a EY não aceitará qualquer responsabilidade por qualquer erro ou omissão no relatório decorrente de informações incorretas fornecidas pela Administração ou em relação à falha das previsões a serem alcançadas.
12. A EY não é obrigada a fornecer trabalho ou serviços adicionais, nem prestar depoimento, nem comparecer no tribunal referente aos bens, propriedades ou interesses comerciais em questão ou a atualizar qualquer relatório, recomendação, análise, conclusão ou outro documento relacionado aos seus serviços para quaisquer eventos ou circunstâncias, a menos que arranjos aceitáveis para a EY tenham sido acordados separadamente.
13. As PFI usadas na preparação do relatório refletem o julgamento da Administração, com base nas circunstâncias atuais, quanto ao conjunto mais provável de condições e o curso de ação mais provável. Geralmente, alguns eventos e circunstâncias não ocorrem como esperado ou não são antecipados. Portanto, os resultados reais durante o período estimado serão quase sempre diferentes das previsões e tais diferenças podem ser significativas. Na medida em que nossas

conclusões são baseadas em estimativas, não expressamos nenhuma opinião sobre a viabilidade dessas estimativas.

14. A EY não tem conhecimento de qualquer contingência, comprometimento ou questão relevante que possa afetar materialmente o ambiente econômico e o desempenho futuro da Empresa e, portanto, o valor justo dos ativos e passivos da Empresa.
15. Consideramos que a Anima é um dos principais grupos educacionais do Brasil e, portanto, um dos participantes de mercado para esta transação. Assim, entendemos que as premissas adotadas pela Anima se assemelhariam às premissas de outros participantes de mercado, levando o valor negociado e ofertado pela Anima pelos ativos e passivos da Laureate ao seu valor justo. Desse modo, para cálculo do valor justo da Empresa, utilizamos as mesmas premissas, alterando e adaptando aquelas que entendemos que poderiam ser ajustadas para uma melhor estimativa do valor justo da Empresa.
16. Com relação à nossa análise, nosso trabalho não incluiu uma análise do impacto potencial de qualquer aumento ou declínio acentuado inesperado no mercado financeiro local ou geral ou nas condições econômicas ou mudanças tecnológicas.
17. Com relação à documentação da Anima sobre a Laureate, perguntamos e consideramos as apresentações do Conselho de Diretores; comunicados oficiais; conteúdo do site; análises e relatórios da indústria; e outra documentação (como registros de divulgação pública).

As fontes primárias de informação nas quais nossa análise se baseou incluem, mas não se limitam às seguintes:

- » Balanços patrimoniais auditados e não auditados da Empresa (de dezembro de 2019 e junho de 2020);
- » Demonstrações de resultados auditadas e não auditadas da Empresa (de dezembro de 2019 e junho de 2020);
- » Informação gerenciais sobre a segregação das vendas, dos custos e despesas;
- » Plano de negócios elaborado pela Anima para a Empresa;
- » Outras informações com menor relevância.

8

Apêndices

Apêndices de suporte

Nesta seção	Pág
Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação	32
Apêndice B: Empresas comparáveis e participantes do mercado	34
Apêndice C: Taxa de desconto	35

8 Apêndices

Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndices
9	Anexos

As empresas, ativos tangíveis e intangíveis devem ser avaliados com base na aplicação apropriada das Abordagens de Mercado, Custo e Renda. Embora todas as três abordagens devam ser consideradas em uma avaliação, o padrão de fato que envolve a aquisição, a natureza do negócio ou ativo e a disponibilidade de dados, irá determinar qual abordagem ou abordagens serão utilizadas para calcular o valor.

Abordagem de Mercado

A Abordagem de Mercado mensura o valor com base no quanto outros compradores no mercado tem pago por ativos ou negócios que podem ser considerados razoavelmente similares àqueles sendo avaliados. Quando a Abordagem de Mercado é utilizada, dados de preços pagos em negócios ou ativos similares são coletados. Ajustes são feitos nos preços pagos para compensar as diferenças entre esses ativos ou negócios do que está sendo avaliado. A aplicação da Abordagem de Mercado resulta em uma estimativa de preço razoavelmente esperado pela realização da venda do ativo ou negócio.

Abordagem de Custo

A Abordagem de Custo é baseada na premissa de que um investidor prudente não pagaria mais em um ativo do que seu custo de reposição ou reprodução. O custo da substituição do ativo seria

incluído no custo de construção de um ativo similar de utilidade equivalente em preços aplicáveis ao período da avaliação. Esta estimativa pode ser, então, ajustada por perdas no valor atribuíveis a obsolescência (física, funcional e/ou econômica).

- ▶ Ao avaliar ativos tangíveis, o valor de um ativo é estimado por referência ao custo de reprodução ou nova substituição de ativos equivalentes modernos, otimizado para *over-design*, excesso de capacidade e ativos redundantes, e ajustado para refletir perdas de valor atribuíveis a fatores físicos, funcionais e redundantes, e obsolescência econômica.
- ▶ **Novo custo de substituição** é definido como custo atual de produzir ou construir um novo item similar tendo a utilidade equivalente mais próxima da propriedade sendo avaliada.
- ▶ **Novo custo de reprodução** é definido como o custo atual de duplicar um item idêntico novo. É o custo atual de produzir uma réplica exata.
- ▶ **Obsolescência física** é a redução do valor devido ao desgaste e exposição aos elementos.
- ▶ **Obsolescência tecnológica** resulta de mudanças no design e materiais de construção dos ativos disponíveis atuais.
- ▶ **Obsolescência funcional** é causada por fatores internos que resultam numa redução de capacidade do ativo de cumprir o propósito pelo qual ele foi criado.

▶ **Obsolescência econômica/externa** resulta de fatores exteriores econômicos. É definido como o *impairment* da conveniência ou vida útil decorrente de forças econômicas, tais como mudanças no uso ótimo, legislações que restringem e prejudicam o direito de usar os ativos para o uso pretendido, e mudanças nas relações de oferta e demanda.

- ▶ No contexto de uma avaliação de negócio, a Abordagem de Custos geralmente compreende um Método de Ativos Líquidos Ajustados no qual o valor agregado dos ativos brutos de uma entidade é "compensado" contra o valor agregado de todos os passivos existentes e potenciais, resultando em uma indicação do valor do patrimônio líquido.
- ▶ A Abordagem de Custo é, as vezes, referida como Método do Custo de Substituição no contexto de avaliação de ativos intangíveis.
- ▶ O Método de Custo de Construção da Abordagem de Custos, normalmente usado para receita diferida, estima o valor de uma obrigação futura estimando qual pagamento um participante de mercado precisaria para assumir uma obrigação de executar serviços ou entregar um produto. O valor é um "acúmulo", ou um somatório, dos vários custos que seriam incorridos e uma estimativa de uma margem de lucro razoável que um investidor precisaria para cumprir a obrigação e quaisquer riscos.

8 Apêndices

Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras ...
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndices
9	Anexos

Abordagem de Renda

A Abordagem de Renda foca na capacidade de produção de receita do ativo ou negócio identificado. A premissa subjacente desta abordagem é de que o valor de um ativo ou negócio pode ser medido pelo valor presente do benefício econômico líquido (entrada de caixa menos saída de caixa) a ser recebido durante sua vida. Os passos a serem seguidos ao aplicar esta abordagem incluem estimar o fluxo de caixa após impostos atribuídos ao ativo ou negócio durante sua vida e converter estes fluxos de caixa após impostos em valor presente, através do "desconto". O processo de desconto usa uma taxa de retorno que contabiliza por ambos o valor temporal do dinheiro e fatores de risco de investimento. Finalmente o valor presente dos fluxos de caixa após impostos durante a vida do ativo é totalizado, chegando a uma indicação de valor.

Os métodos de fluxo de caixa descontado e capitalização são comumente usados para estimar o valor de negócios, ativos intangíveis e ativos imobiliários reais geradores de receita, tais como prédios comerciais.

O método de capitalização de receita é definido no *The Appraisal of Real Estate, Thirteenth Edition*, *Appraisal Institute* como sendo "O processo de analisar a capacidade de uma propriedade de gerar benefícios futuros e capitaliza a receita como uma indicação de valor presente. O princípio de antecipação é fundamental para a abordagem. Técnicas e procedimentos desta abordagem são usados para analisar dados de vendas

comparáveis e para medir a obsolescência na Abordagem de Custo".

A Abordagem de Renda não é considerada, geralmente, como apropriada para estimar valores para ativos de plantas fabris e equipamentos, uma vez que não é viável em atribuir receita para uma propriedade individual ou unidades de equipamento que constituem a entidade operacional, uma vez que os ativos contribuem para ganhos somente quando alinhados com todos os outros fatores econômicos do negócio.



8 Apêndices

Apêndice B: Empresas comparáveis e participantes do mercado

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras ...
6	Conclusão

7 Limitações Gerais

8 Apêndices

9 Anexos

Guia das empresas comparáveis

A análise considera empresas públicas que foram selecionadas com base em sua similaridade nas operações de negócios para a Adquirida. As empresas públicas comparáveis na tabela a seguir incluem empresas globais ativamente comercializadas com operações significativas nas mesmas indústrias ou em setores semelhantes.

Nome	Descrição
Anima Holding S.A.	A Anima Holding S.A. atua como uma organização privada de ensino superior no Brasil. Possui 1,18 mil alunos matriculados em cursos presenciais em 16 campi localizados nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Santa Catarina, Paraná, Goiás, Bahia e Sergipe. A empresa era anteriormente conhecida como GAEC Educação S.A. e mudou seu nome para Anima Holding S.A. em fevereiro de 2018. A Anima Holding S.A. foi fundada em 2003 e está sediada em São Paulo, Brasil.
Cogna Educação S.A.	A Cognia Educação S.A. atua como uma organização educacional privada no Brasil e no exterior. A empresa atua em três segmentos: Educação Superior Presencial, Educação Superior a Distância e Educação Básica. Oferece ensino superior presencial e a distância, além de cursos de graduação e pós-graduação; publica, vende e distribui livros didáticos, materiais de apoio e livros de exercícios com conteúdo educacional, literário e informativo e sistemas de ensino; e soluções educacionais para a educação profissional e superior, e outras atividades complementares, como o desenvolvimento de tecnologia educacional com gestão e outros serviços de educação. A empresa também oferece educação básica, pré-vestibular, cursos de idiomas para crianças e adolescentes; gestão de atividades de educação infantil, primária e secundária; cursos técnicos e preparatórios para concursos públicos e Ordem dos Advogados do Brasil; aconselha e / ou facilita empréstimos estudantis diretos e indiretos; e desenvolve software para ensino adaptativo e otimização de gestão acadêmica. Seus serviços incluem serviços de educação primária, secundária e pós-secundária com programas de graduação e pós-graduação presenciais e ensino a distância, bem como programas de pós-graduação; cursos preparatórios sob a marca LFG; e programas não regulamentados. A empresa opera 176 unidades de ensino superior em 24 estados brasileiros e 132 cidades brasileiras; e 1.510 centros de graduação a distância em vários estados brasileiros e no Distrito Federal, além de operar 54 escolas próprias de ensino fundamental e médio, 125 unidades Red Balloon e aproximadamente 5.600 escolas associadas no Brasil. A Cognia Educação S.A. foi fundada em 1998 e está sediada em Belo Horizonte, Brasil.
Afya Limited	A Afya Limited, por meio de suas subsidiárias, atua como grupo de educação médica no Brasil. A empresa fornece produtos e serviços educacionais, incluindo escolas médicas, cursos preparatórios para residência médica, cursos de pós-graduação e outros programas para estudantes de medicina ao longo da vida matriculados em sua rede de distribuição, bem como para escolas médicas terceirizadas. Oferece cursos de ciências da saúde, que compreendem medicina, odontologia, enfermagem, radiologia, psicologia, farmácia, educação física, fisioterapia, nutrição e biomedicina; e programas de graduação e cursos em outras matérias e disciplinas, incluindo cursos de graduação e pós-graduação em administração de empresas, contabilidade, direito, engenharia civil e mecânica, engenharia industrial, odontologia, pedagogia, nutrição, fisioterapia, psicologia, arquitetura, medicina veterinária e outros. Além disso, a empresa oferece cursos preparatórios para residência em EAD por meio de sua plataforma online; e desenvolve e comercializa conteúdo impresso e digital de educação médica. Em 31 de dezembro de 2019, operava uma rede de 19 campi de graduação e pós-graduação em medicina composta por 12 unidades operacionais e sete unidades aprovadas. A empresa foi fundada em 1999 e está sediada em Nova Lima, Brasil.

8 Apêndices

Apêndice C: Taxa de desconto

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Cálculo da WACC

$$WACC = W_E * K_E + W_D * K_D$$

Onde:

 W_E = Capital próprio/capital de terceiro K_E = Custo do capital próprio W_D = Valor da dívida remunerada/valor da totalidade do capital K_D = Custo do capital de terceiros

WACC

A aplicação do Método FCD requer o cálculo de uma taxa de desconto apropriada. O Método FCD foi aplicado sob condições de incerteza. No uso comum, o risco refere-se a qualquer exposição à incerteza em que a exposição tem consequências potencialmente negativas. Supõe-se que os participantes do mercado são considerados avessos ao risco. Um participante de mercado avesso ao risco prefere situações com um intervalo mais restrito de incerteza sobre situações com um maior intervalo de incerteza em relação a um resultado esperado. Os participantes do mercado buscam compensação, chamada de prêmio de risco, por aceitar a incerteza.

A estimativa da taxa de desconto implica a comparação dos fluxos de caixa gerados pelo ativo com os fluxos de caixa gerados com o investimento alternativo mais favorável. Portanto, deve-se observar cuidadosamente que os fluxos de caixa do ativo avaliado e o investimento alternativo são equivalentes em termos de risco e maturidade.

A estimativa da taxa de desconto específica do ativo e ajustada ao risco é baseada no *Weighted average cost of capital* (WACC). Como o WACC reflete o risco específico de um empreendimento, os ajustes devem ser considerados com base no perfil de risco específico do ativo.

Custo do capital próprio

Para estimar o custo de oportunidade do capital próprio, é utilizado o *Capital asset pricing model* (CAPM). O CAPM postula que o custo de oportunidade do capital é igual ao retorno sobre os títulos livres de risco mais um prêmio de risco individual. O prêmio de risco é o risco sistemático da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (prêmio de risco de mercado).

O ponto de partida para a estimativa do custo do capital próprio é a taxa de retorno livre de risco. Na prática, a taxa de juros de investimentos financeiros isentos de risco a longo prazo, por exemplo, títulos do setor público com juros fixos, é utilizada como diretriz para estimar a taxa de juro prevalente.

O prêmio de risco de mercado (o preço do risco) é a diferença entre a taxa de retorno esperada na carteira de mercado e a taxa livre de risco. As investigações históricas do mercado de capitais mostraram que os investimentos em ações geram retornos entre 4% e 7% maiores do que os investimentos em títulos de dívida de baixo risco.

O prêmio médio de risco de mercado deve ser modificado para refletir a estrutura de risco específica. O CAPM contabiliza o risco específico da empresa dentro do fator beta. Os fatores beta representam um valor de ponderação para a sensibilidade dos retornos da empresa em

comparação com a tendência de todo o mercado. Eles são, portanto, uma medida de volatilidade para o risco sistemático. Fatores beta de mais de um refletem uma maior volatilidade; os fatores beta de menos de um refletem uma menor volatilidade do que a média do mercado. Os fatores beta são idealmente estimados com referência a todo o mercado de ações, uma vez que o conceito de risco sistemático e específico exige que as ações individuais sejam medidas em relação à carteira de mercado.

Quando atividades em diferentes países são levadas em consideração, pode ser apropriado usar prêmios de risco específicos do país.

Custo do capital de terceiros

A estimativa do custo da dívida refere-se ao mercado de capitais que melhor reflete a moeda em que os fluxos de caixa foram planejados utilizando a taxa de dívida de mercado mais atual com risco equivalente.

Estrutura de capital

A estrutura de capital é derivada da estrutura de capital média das empresas públicas de referência.

Custo de capital próprio

$$K_E = RF + \beta * ERP$$

onde:

 RF = Taxa de retorno livre de risco β = Risco sistemático do capital ERP = Prêmio de risco de mercado

9

Anexos

Materiais de referência

Nesta seção	Pág
Lista de Anexos	37
Anexo 1: Taxa de desconto	38
Anexo 3: Fluxo de caixa descontado	39
Anexo 3: Tabela de sensibilidade	40



9 Anexos

Lista de Anexos

1 Sumário Executivo
 2 Análise Macroeconómica
 3 Pesquisa de Mercado
 4 Visão geral da Empresa
 5 Informações Financeiras ...
 6 Conclusão

7 Limitações Gerais
 8 Apêndices
9 Anexos

Tópico	Anexo	Página
Taxa de desconto	Anexo 1	38
Fluxo de caixa descontado	Anexo 2	39
Tabela de sensibilidade	Anexo 3	40

9 Anexos

Anexo 1: Taxa de desconto

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Empresas comparáveis	Identificador	Beta	D/E	Tributos	Beta Desalavancado
Anima Holding S.A.	BOVESPA:ANIM3	1,35	37,2%	0,0%	0,98
Cogna Educação S.A.	BOVESPA:COGN3	1,44	46,1%	3,1%	0,99
Afya Limited	NasdaqGS:AFYA	1,11	0,0%	7,6%	1,11
Média		1,30	27,8%	3,8%	1,03

CAPM (K _e)	Premissa	Custo da dívida (K _d)	Premissa
Beta desalavancado	1,03	Dívida antes dos impostos	8,97%
Cap. de Terc./ Cap. Próprio	27,8%	Imposto	3,56%
Imposto	3,56%	Dívida nominal depois dos impostos	8,65%
Beta realavancado	1,30		
Prêmio de risco de mercado	6,50%		
Taxa livre de risco (RF EUA)	1,42%	% de capital próprio	78,26%
Risco país - EMBI +	3,32%	% de capital de terceiros	21,74%
Prêmio de risco específico	0,89%		
Diferencial de inflação	1,27%		
CAPM nominal	15,55%	WACC nominal	14,05%

06-11-2020 | Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.



9 Anexos

Anexo 3: Fluxo de caixa descontado

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Início do período		jul-2020	jan-2021	jan-2022	jan-2023	jan-2024	jan-2025	jan-2026	jan-2027	jan-2028	jan-2029	jan-2030
Fim do período		dez-2020	dez-2021	dez-2022	dez-2023	dez-2024	dez-2025	dez-2026	dez-2027	dez-2028	dez-2029	dez-2030
F2F Ex Medicina	BRL mil	629.863	1.249.485	1.273.111	1.382.604	1.539.287	1.692.941	1.801.503	1.876.217	1.929.606	1.987.726	2.049.687
Medicina	BRL mil	188.993	461.581	547.448	624.589	684.277	718.890	739.737	768.976	794.353	820.566	847.645
Híbrido	BRL mil	26.331	62.318	73.387	85.622	99.430	113.130	123.485	129.853	134.358	138.952	143.654
EAD	BRL mil	77.245	173.880	198.278	225.947	257.327	285.917	295.353	305.099	315.168	325.568	336.312
Receita líquida	BRL mil	922.432	1.947.264	2.092.224	2.318.762	2.580.321	2.810.878	2.960.077	3.080.146	3.173.485	3.272.813	3.377.298
F2F Ex Medicina	BRL mil	(253.280)	(505.008)	(507.464)	(542.366)	(594.329)	(642.884)	(672.886)	(694.413)	(709.575)	(731.285)	(754.351)
Medicina	BRL mil	(56.509)	(136.219)	(158.588)	(177.544)	(190.796)	(196.544)	(198.228)	(201.889)	(207.326)	(214.168)	(221.235)
Compartilhados	BRL mil	(425.361)	(893.449)	(902.108)	(940.809)	(977.944)	(1.007.238)	(1.041.929)	(1.067.401)	(1.113.534)	(1.150.232)	(1.188.515)
Despesas de Holding	BRL mil	(35.424)	(82.635)	(95.108)	(108.899)	(123.255)	(137.111)	(143.399)	(148.778)	(153.476)	(158.406)	(163.547)
EBITDA	BRL mil	151.858	329.953	428.956	549.144	693.958	827.101	903.634	947.665	989.574	1.018.722	1.049.648
Margem EBITDA	%	16,5%	16,9%	20,5%	23,7%	26,9%	29,4%	30,5%	30,8%	31,2%	31,1%	31,1%
Capex	BRL mil	(46.122)	(97.363)	(132.126)	(115.938)	(129.016)	(140.544)	(150.421)	(154.007)	(160.535)	(163.641)	(168.865)
Variação do capital de giro	BRL mil	(55.766)	(3.870)	(15.574)	(18.473)	(22.100)	(20.894)	(11.721)	(6.449)	(5.933)	(4.484)	(4.357)
Fluxo de caixa livre	BRL mil	49.970	228.720	281.257	414.733	542.881	665.664	741.493	787.209	823.106	850.597	876.426
Fator de desconto WACC @ 14,0%	fator	0,97	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,27
Fluxo de caixa descontado	BRL mil	48.355	200.546	216.233	279.574	320.879	344.985	336.947	313.656	287.560	260.559	235.400
Perpetuidade: Gordon growth method												
Fluxo de caixa do ano terminal	BRL mil	905.348										
Dividido por: Cap. Rate	%	10,7%										
Valor futuro da perpetuidade	BRL mil	8.422.744										
Fator de desconto	fator	0,27										
Valor presente da perpetuidade	BRL mil	2.262.269										
Composição do valor												
Σ fluxo de caixa descontado do período explícito	BRL mil	2.844.692										
Valor presente da perpetuidade	BRL mil	2.262.269										
Valor operacional	BRL mil	5.106.961										
Valor presente de contingências	BRL mil	(545.450)										
Ajustes não operacionais	BRL mil	129.540										
Dívida líquida	BRL mil	(533.521)										
Valor do negócio	BRL mil	4.156.500										

06-11-2020 | Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.

9 Anexos

Anexo 3: Tabela de sensibilidade

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconómica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Valor Operacional (enterprise value)

		WACC				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Margem EBITDA	-1,0%	5.461.868	5.156.995	4.881.247	4.630.722	4.402.183
	-0,5%	5.586.572	5.275.484	4.994.104	4.738.452	4.505.225
	0,0%	5.711.277	5.393.973	5.106.961	4.846.181	4.608.268
	0,5%	5.835.982	5.512.463	5.219.818	4.953.911	4.711.310
	1,0%	5.960.686	5.630.952	5.332.675	5.061.640	4.814.352

Valor do Negócio (equity value arredondado)

		WACC				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Margem EBITDA	-1,0%	4.511.400	4.206.600	3.930.800	3.680.300	3.451.800
	-0,5%	4.636.100	4.325.100	4.043.700	3.788.000	3.554.800
	0,0%	4.760.800	4.443.500	4.156.500	3.895.800	3.657.800
	0,5%	4.885.600	4.562.000	4.269.400	4.003.500	3.760.900
	1,0%	5.010.300	4.680.500	4.382.200	4.111.200	3.863.900

05-11-2020 | Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.

Sobre a EY

A EY é líder global em serviços de Auditoria, Impostos, Transações Corporativas e Consultoria. Nossos insights e os serviços de qualidade que prestamos ajudam a criar confiança nos mercados de capitais e nas economias ao redor do mundo. Desenvolvemos líderes excepcionais que trabalham em equipe para cumprir nossos compromissos perante todas as partes interessadas. Com isso, desempenhamos papel fundamental na construção de um mundo de negócios melhor para nossas pessoas, nossos clientes e nossas comunidades.

No Brasil, a EY é a mais completa empresa de Auditoria, Impostos, Transações Corporativas e Consultoria, com 5.000 profissionais que dão suporte e atendimento a mais de 3.400 clientes de pequeno, médio e grande portes.

EY refere-se à organização global e pode referir-se também a uma ou mais firmas-membro da Ernst & Young Global Limited (EYG), cada uma das quais é uma entidade legal independente. A Ernst & Young Global Limited, companhia privada constituída no Reino Unido e limitada por garantia, não presta serviços a clientes. Para mais informações sobre nossa organização, visite ey.com.br.

© 2020 EYGM Limited. Todos os direitos reservados.

www.ey.com.br

Corporate Towers
Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1909
– 6º ao 10º andares, Itaim Bibi
São Paulo/SP. CEP 04543-900
Telefone: + 55 (11) 2573 3000
website: www.ey.com.br

ANEXO 1.2. LAUDO DE AVALIAÇÃO – FACULDADES METROPOLITANAS UNIDAS EDUCACIONAIS LTDA





Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.
 Av. Presidente Juscelino Kubitschek,
 1909 Torre Norte - 10º andar
 04543-011 – São Paulo – SP
 Telefone: +55 11 2573-3000
 www.ey.com

Anima Holding S.A.
 Rua Natingui 862, 1º andar, Vila Madalena
 São Paulo/SP CEP 05443-001, Brasil
 A/C: Sr. André Tavares
 Cargo: Chief Financial Officer

Anima Holding S.A.

06 de Novembro de 2020

Caro Sr. André Tavares,

Conforme solicitação de V.Sa., a Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. ("EY") apresenta o relatório referente à estimativa de valor justo da Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. ("FMU" ou "Empresa"), na data-base de 30 de junho de 2020. A avaliação será utilizada para suportar a administração da Anima Holding S.A. ("Anima" ou o "Cliente" ou a "Administração") no atendimento aos requerimentos do Art. 256 da Lei das S.A., referente ao processo de potencial aquisição da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda. ("Laureate"), seguida da imediata venda da FMU, por questões regulatórias.

Nossa estimativa de valor não deve ser considerada como *fairness opinion*, como recomendação para que se efetue uma transação ou utilizada para fins de processo litigioso, captação de recursos, atendimento às normas contábeis BR GAAP, US GAAP e IFRS, bem como para qualquer outra finalidade exceto a descrita anteriormente e não poderá ser compartilhado com terceiros sem autorização prévia da EY. Entendemos que a decisão final sobre a ocorrência e condições de uma eventual transação é de responsabilidade exclusiva da Anima.

É importante destacar que não investigamos de forma independente, bem como não foi aplicado nenhum processo de auditoria nas informações fornecidas pela Administração. Conforme mencionado em nosso contrato, nossa análise está sujeita às limitações gerais descritas nesse relatório. As projeções foram baseadas nas expectativas da Administração, bem como em nosso entendimento acerca das suas operações.

Uma vez que o valor de uma empresa pode variar ao longo do tempo, qualquer estimativa do valor justo refere-se a uma data específica de avaliação, nesse caso a data-base da avaliação é 30 de junho de 2020. Nosso cálculo de valor é baseado unicamente nas informações conhecidas na data-base dessa avaliação.

No início de 2020, o surgimento da pandemia de corona vírus COVID-19 levou a uma significativa volatilidade e declínios nos mercados globais de ações, resultando em incerteza significativa em relação aos impactos na economia global, a curto e longo prazo. Os impactos potenciais, incluindo uma recessão global, regional ou outra recessão econômica, são incertos e difíceis de avaliar. A incerteza financeira e econômica pode ter um impacto adverso significativo nos valores justos dos ativos. Para levar em conta o aumento dos riscos econômicos e as crescentes preocupações na comunidade de investimentos relacionadas ao COVID-19 existentes na data-base, podemos considerar prêmios na taxa de desconto e outros ajustes de projeção em nossas análises. Quaisquer referências feitas ao impacto do COVID-19 no relatório não devem ser interpretadas como um comentário completo ou como uma avaliação precisa do impacto potencial total da pandemia.

Agradecemos a oportunidade de colaborarmos com a Anima. Caso haja quaisquer dúvidas ou necessidade de informações adicionais, entre em contato com o Sr. Otávio Bachir no telefone + 55 11 2573 5640.

Atenciosamente.

Otávio A. A. Bachir, M.Sc.
 Sócio

Antônio Orsi
 Gerente Sênior



Dashboard Índice

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Sumário Executivo

1

Pág 4

Análise Macroeconômica

2

Pág 8

Pesquisa de Mercado

3

Pág 10

Visão geral da Empresa

4

Pág 13

Informações Financeiras ...

5

Pág 16

Conclusão

6

Pág 24

Limitações Gerais

7

Pág 26

Apêndices

8

Apêndices de suporte

Pág 29

Anexos

9

Materiais de referência

Pág 34

1

Sumário Executivo

Nesta seção	Pág
Visão geral do trabalho	5
Contexto estratégico	6
Estimativa de valor	7

1 Sumário Executivo

Visão geral do trabalho

1 Sumário Executivo

2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais

8 Apêndices
9 Anexos

Objetivo

- ▶ A FMU foi criada em 1988, passou a integrar a rede internacional de educação Laureate em 2014. A universidade conta com educação presencial e à distância (EaD) nas áreas de exatas, humanas e sociais, com grande diversidade de cursos.
- ▶ A aquisição da Laureate pela Anima, de acordo com expectativas da Administração, levará a Anima a receber recomendações/solicitações de remédios relativos à defesa de concorrência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. A Administração está se antecipando a esse processo e, concomitantemente com o processo de aquisição da Laureate, alienando a operação da FMU.
- ▶ O objetivo do trabalho é realizar a avaliação da FMU para o atendimento aos requerimentos do Art. 256 da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 - Lei 6404/76 (Lei das S.A.), apesar de esse artigo não dispor sobre venda de controle de sociedade mercantil, como suporte ao processo de aprovação de compra da Laureate pela Anima.
- ▶ Devido ao contexto descrito, o objetivo deste trabalho é fornecer as premissas e a estimativa do valor justo da FMU, com base na aplicação da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), na data-base de 30 de junho de 2020.

Escopo do trabalho

O escopo do trabalho envolveu os seguintes procedimentos:

- ▶ Entendimento das operações e modelo de negócio da Empresa;
- ▶ Análise dos demonstrativos financeiros históricos;
- ▶ Análise e crítica das projeções preparadas pela Administração em conjunto com o Banco JP Morgan, assessor financeiro da Anima;
- ▶ Desenvolvimento do modelo de FCD de acordo com as características operacionais da Empresa;
- ▶ Pesquisa de empresas que atuam no setor, com base em informações públicas disponíveis;
- ▶ Reuniões com a Administração para solucionar dúvidas, apresentar os resultados das análises, projeções e para eventuais ajustes e esclarecimentos;
- ▶ Cálculo da taxa de desconto que reflete adequadamente os riscos inerentes ao setor, sendo esta taxa utilizada para trazer os fluxos de caixa e a perpetuidade da FMU a seu valor presente; e
- ▶ Preparação deste relatório contendo as premissas adotadas, bem como nossa conclusão de valor.

Premissas Gerais

- ▶ Padrão de valor: Valor justo;
- ▶ Data-base: 30 de junho de 2020;
- ▶ Metodologia: Abordagem da Renda (FCD);
- ▶ Período de projeção: 10 (dez) anos e 6 (seis) meses, de 1º de julho de 2020 a 31 de dezembro de 2030, e perpetuidade;
- ▶ Taxa de crescimento na perpetuidade de 3,3%: equivalente à expectativa de longo prazo da inflação brasileira (IPCA);
- ▶ Moeda: Os fluxos de caixa foram projetados em Reais (BRL) em termos nominais (considerando a inflação);
- ▶ Taxa de desconto: em Reais em termos nominais, de acordo com a metodologia da WACC;
- ▶ Ajustes: Ativos e passivos não operacionais e dívida líquida não foram considerados no fluxo de caixa. Quando observados, foram tratados à parte e adicionados/subtraídos do valor presente dos fluxos de caixa e perpetuidade. Os passivos relativos a arrendamentos não foram considerados como ajustes não operacionais, uma vez que o fluxo de caixa relativo a estes arrendamentos foi tratado como despesa de aluguel; e
- ▶ Premissas específicas: As projeções foram baseadas em estimativas da FMU, fornecidas pela Administração.

1 Sumário Executivo

Contexto estratégico

1 Sumário Executivo

2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais

8 Apêndices
9 Anexos

Contexto

Entendemos que a Administração está avaliando a aquisição da Rede Internacional de Universidades Laureate Ltda., operação brasileira da Laureate Education Inc, uma empresa americana de capital aberto que atua no setor de educação nos EUA e internacional. De acordo com a Administração, as condições para a aquisição da Laureate preveem a venda imediata da FMU, devido à uma questão de concentração de mercado e aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Devido ao fato desta potencial aquisição ser relevante (a contratação dos serviços da EY já prevê que a aquisição será relevante para o Cliente, segundo conclusão da própria Anima) e a Anima ser uma sociedade anônima de capital aberto, entendemos que a avaliação deve atender os requerimentos do Art. 256 da Lei das S.A., que estabelece que:

"A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

- I. *O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou*
- II. *o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:*
 - a) *cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997);*

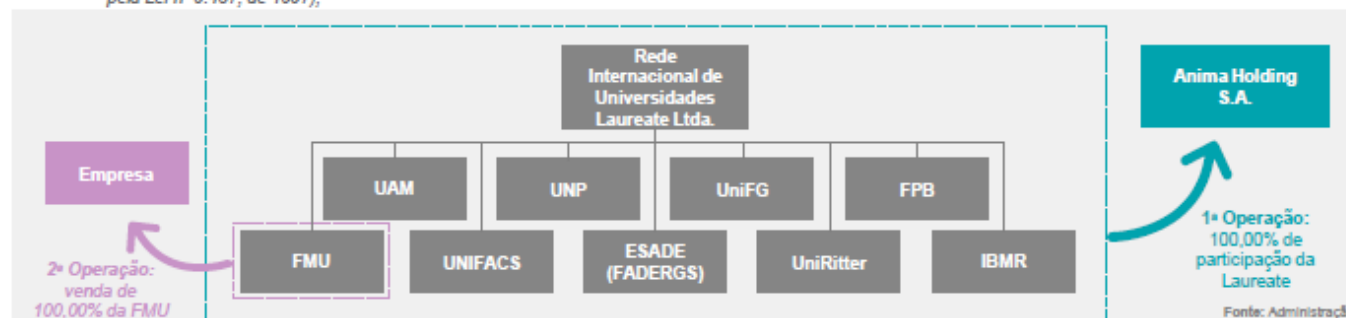
b) *valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);*

c) *valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.*

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembleia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)."

Sendo assim, a Administração solicitou à EY a avaliação econômico-financeira da FMU para atendimento do § 1º citado acima, apesar de o Art. 256 da Lei das S.A. não dispor sobre venda de controle de sociedade mercantil.



Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 8 de 38

1 Sumário Executivo

Estimativa de valor

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Composição de Valor (BRL milhões)

Valor Operacional (enterprise value)						
Margem EBITDA	WACC					
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
	-1,0%	717.004	674.138	635.415	600.277	568.263
	-0,5%	740.249	696.230	656.460	620.371	587.487
	0,0%	763.495	718.321	677.506	640.465	606.711
	0,5%	786.740	740.412	698.552	660.559	625.935
	1,0%	809.985	762.504	719.598	680.653	645.159
Valor do Negócio (equity value arredondado)						
Margem EBITDA	WACC					
	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
	-1,0%	598.600	555.700	517.000	481.800	449.800
	-0,5%	621.800	577.800	538.000	501.900	469.000
	0,0%	645.100	599.900	559.100	522.000	488.300
	0,5%	668.300	622.000	580.100	542.100	507.500
	1,0%	691.500	644.100	601.200	562.200	526.700

Composição de valor		(BRL mil)
Σ Valor presente líquido do fluxo de Caixa		350.944
Valor presente da perpetuidade		326.562
Valor Operacional (enterprise value)		677.506
Valor presente das contingências		(36.383)
Ajuste não-operacional		(8.045)
Dívida líquida		(74.016)
Valor do Negócio (equity value arredondado)		559.100
Múltiplos Implícitos (EV/EBITDA)		
	2021	2022
FMU (cenário base)	18,2 x	12,2 x
Média das empresas comparáveis	11,5 x	9,7 x

Os resultados obtidos pela utilização das metodologias do FCD são relevantes no contexto da avaliação, dado que:

- Premissas de crescimento estão em linha com os dados históricos e expectativas de mercado;
- Premissas de lucratividade refletem melhorias nos padrões de eficiência da Empresa, atingindo patamares que um participante de mercado teria numa operação comparável, e similares aos já atingidos pela Anima;
- Os parâmetros de avaliação são consistentes com o tamanho e com a expectativa de longo prazo da FMU; e
- O método do FCD é o que melhor representa o valor de uma companhia baseado em sua rentabilidade futura (Abordagem da Renda).

Essa estimativa de valor não considera possíveis contingências, insuficiências ou superveniências ativas ou passivas que não estejam registradas na posição patrimonial da Empresa. Sendo assim, os resultados não consideram seus efeitos, caso existam.

Conclusão

Com base nas informações recebidas e no trabalho realizado, nossa avaliação resultou em um intervalo de valor justo de aproximadamente BRL 449,8 milhões (quatrocentos e quarenta e nove milhões e oitocentos mil reais) a BRL 691,5 milhões (seiscentos e noventa e um milhões e quinhentos mil reais) a para a FMU na data-base de 30 de junho de 2020.

2

Analise Macroeconômica

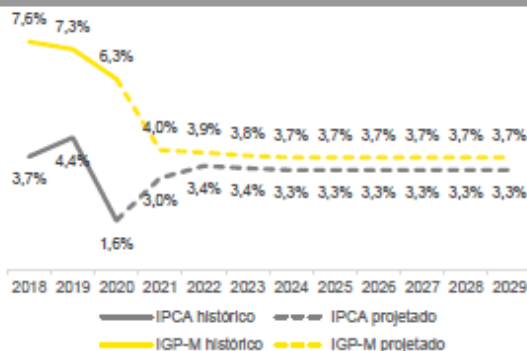
Nesta seção	Pág
Macroeconomia	9

2 Análise Macroeconômica

Macroeconomia

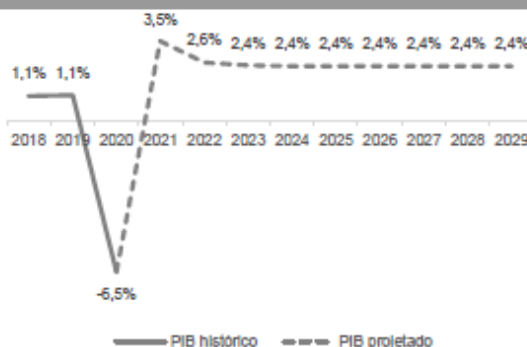
1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Inflação Histórica e Projetada



Fonte: Bacen, FGV

PIB Histórico e Projetado



Fonte: Bacen, EY

Ao realizar a avaliação econômico-financeira de um negócio ou de seus ativos, é importante compreender as principais tendências econômicas do país em que o mesmo opera. Considerando que a Empresa está inserida no mercado brasileiro, as principais informações macroeconômicas estão apresentadas a seguir.

A análise abaixo se refere à data-base deste trabalho, conforme informações divulgadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN), Boletim Focus, Fundação Getúlio Vargas (FGV), Oxford Economics e JP Morgan.

Economia brasileira

Atividade econômica¹

O PIB fechou o ano de 2019 com o crescimento de 1,14%. Segundo expectativas do BACEN em 30 de junho de 2020, o PIB terá uma redução para -6,48% em 2020, mas voltará a crescer para 3,47% em 2021.

Inflação

O índice de inflação oficial, IPCA, fechou o ano de 2019 em 4,38%. De acordo com as expectativas de mercado apresentadas pelo BACEN em 30 de junho de 2020, o índice de inflação IPCA deve chegar a 1,63% em 2020 e 3,04% em 2021. Já o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), calculado pela FGV, fechou o ano de 2019 em 7,31%. A expectativa dos analistas do Boletim Focus é de que esse índice fique em 5,78% em 2020 e 3,93% em 2021.

Política monetária

O Comitê de Política Monetária (Copom), considerando a conjuntura macroeconômica, as perspectivas para a inflação brasileira e o balanço de riscos, decidiu pela redução da taxa Selic para 2,25% a.a. em sua reunião de junho. Foi o terceiro corte realizado durante a crise mundial causada pela pandemia, e a oitava queda consecutiva, levando a taxa para a nova mínima histórica.

O entendimento é que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa elevada, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, sendo a trajetória fiscal decisiva para tal estímulo monetário.

Ainda sobre a decisão, o Comitê entende que é relacionada ao cenário de pandemia e com um balanço de riscos de maior variância para a inflação esperada e é compatível com a convergência para a meta inflacionária para 2021.

Risco-Brasil²

O índice Embi+, calculado pelo JP Morgan, explicita a diferença de desempenho diário dos títulos da dívida norte-americana e de países emergentes e é um indicador da saúde financeira do país em questão. O índice terminou o mês de junho de 2020 em 380 pontos-base, o que indica uma diferença de 3,80 p.p. entre o desempenho dos títulos brasileiros e dos títulos norte-americanos.

3

Pesquisa de Mercado

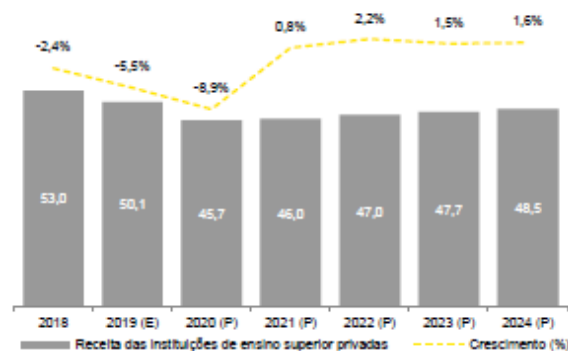
Nesta seção	Pág
Mercado de ensino superior e Instituições de ensino	11

3 Pesquisa de Mercado

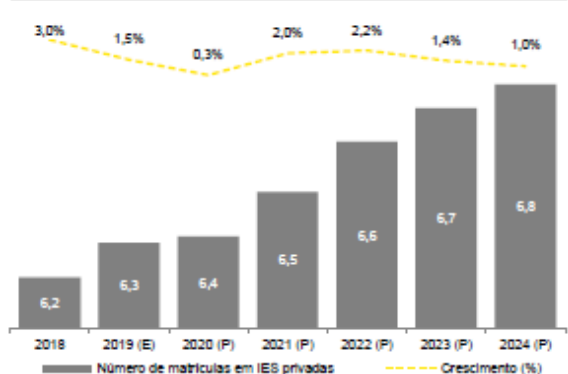
Mercado de ensino superior e instituições de ensino

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras	
6 Conclusão	

Receita das IES Privadas no Brasil (em bilhões de BRL)



Número de Matrículas em IES Privadas (em milhões)



Visão Geral do Setor

Segundo a *Austin Asis*, o setor de Ensino Superior atravessou período de importantes mudanças nos últimos anos. Entre eles, destaca-se: o aumento do número de matrículas, em especial na rede privada, surgimento de novas instituições de Ensino Superior, profissionalização da gestão, abertura de capital e movimento de fusões e aquisições, sendo que a desregulamentação do setor e a possibilidade de a iniciativa privada atender de forma mais rápida a demanda tenha sido a principal.

De acordo com a *Lafis*, a educação superior brasileira é compartilhada pela iniciativa pública e privada, entretanto, esta última responde por mais de 75% do ensino superior. O número de matrículas universitárias obteve um crescimento médio de 2,8% nos últimos 5 anos ao ter como determinante o sucesso de programas federais como o PROUNI e o financiamento via FIES. Porém, esse programas estão sofrendo alterações por conta da crise fiscal que vive o Brasil.

De modo geral, segundo a *AI Consulting*, as movimentações das IES foram bastante positivas em 2019, porém, por mais que as mesmas tenham se esforçado até então, elas terão que se adequar a um novo cenário: o da pandemia do Novo Coronavírus e suas consequências.

Perspectivas para o Setor

Segundo a *Lafis*, as instituições de ensino superior privadas estão sofrendo drasticamente com a crise econômica gerada pelas medidas de isolamento social no combate ao novo coronavírus. Dentre os principais efeitos da pandemia e com efeitos negativos sobre o desempenho das IES privadas está o crescimento do desemprego. A alta fragilidade no mercado de trabalho, e consequentemente queda na renda das famílias, tem levado alunos a trancar suas matrículas ou adiar o pagamento de mensalidades e parcelas dos financiamentos estudantis. Além disso, com o início deste novo semestre, a captação de alunos será muito prejudicada pela manutenção deste cenário de incertezas quanto à segurança da retomada das aulas presenciais. Logo, a combinação entre a fragilidade na renda dos alunos e a não retomada das aulas presenciais no segundo semestre tende a aumentar a evasão no ensino superior privado neste período de rematricula. Com isso, a *Lafis* revisou ligeiramente para baixo sua projeção do setor para o ano de 2020, apontando para uma queda de 8,9% no faturamento do setor. Quanto ao número de matrículas, este crescerá apenas 0,3% em 2020, sustentado pela modalidade de cursos à distância.

Fonte: Austin Asis, Lafis, AI Consulting

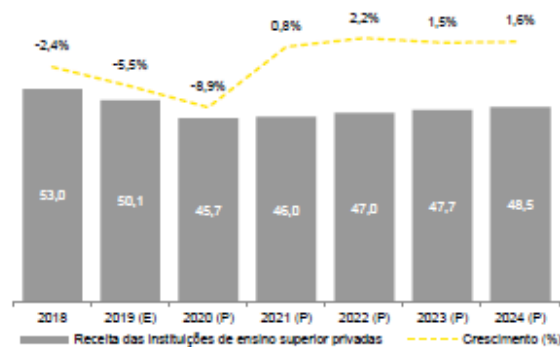
Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 11 de 38

3 Pesquisa de Mercado

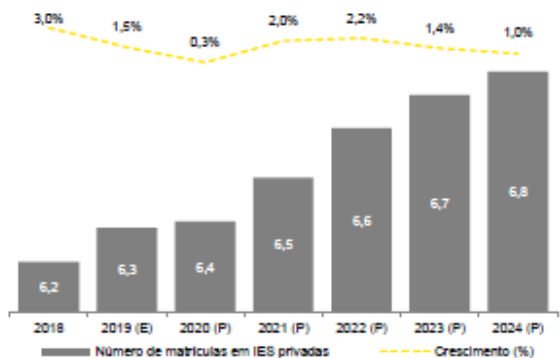
Mercado de ensino superior e instituições de ensino

- | | |
|-------------------------------|---------------------|
| 1 Sumário Executivo | 7 Limitações Gerais |
| 2 Análise Macroeconômica | 8 Apêndices |
| 3 Pesquisa de Mercado | 9 Anexos |
| 4 Visão geral da Empresa | |
| 5 Informações Financeiras ... | |
| 6 Conclusão | |

Receita das IES Privadas no Brasil (em bilhões de BRL)



Número de Matrículas em IES Privadas (em milhões)



Superados os efeitos econômicos do isolamento social imposto pelo Covid-19, a Lafis acredita em uma retomada da trajetória de crescimento econômico a partir de 2021, com um crescimento de 0,8% no faturamento do setor, mantendo-se em um patamar inferior ao observado no período pré-crise Covid-19.

Para o número de matrículas no ensino superior privado a perspectiva também é de crescimento (2,0%). A expectativa de crescimento baseia-se também na capacidade das empresas do setor em se adaptar ao novo ambiente gerado pela crise sanitária e econômica em 2020.

Após 2021 e a adaptação da economia e da sociedade ao novo ambiente pós-pandemia, espera-se que não haja surpresas quanto ao cenário macroeconômico, com projeções apontando para um nível de desemprego menor, além de uma melhora na renda, ainda que a partir de bases mais fracas, o que auxiliará a redução da inadimplência no pagamento das mensalidades e a entrada de novos alunos.

Com base nisso, a Lafis desenha a projeção do faturamento das instituições privadas de ensino superior para 2022, 2023 e 2024 da seguinte forma: 2,2%, 1,5% e 1,6%, respectivamente. É importante destacar que, mesmo diante deste crescimento, o nível de receita das instituições de ensino superior privado

permanecerá abaixo do patamar pré-crise Covid-19 no longo prazo. Quanto ao número de matrículas, o crescimento será de 2,2%, 1,4% e 1,0% para o mesmo período.

Fonte: Austin Asis, Lafis, AI Consulting

Anima Holding S.A.: Avaliação econômico-financeira da Faculdades Metropolitanas Unidas Educacionais Ltda. na data-base de 30 de junho de 2020 | Página 12 de 39

4

Visão geral da Empresa

Nesta seção	Pág
Visão geral da empresa	14
Análise de informações financeiras históricas	15

4 Visão geral da Empresa

Visão geral da empresa

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	



Fonte: Site da Empresa

LAUREATE
INTERNATIONAL
UNIVERSITIES®

Rede Internacional de Universidades Laureate

Fundada em 1998, a Laureate Inc. é uma rede global que reúne diversas instituições educacionais, presente em cerca de 25 países. A instituição oferece programas de graduação, mestrado e doutorado nas áreas de arquitetura, arte, negócios, artes culinárias, design, educação, engenharia, ciências da saúde, gestão hoteleira, tecnologia da informação, direito e medicina. A instituição oferece seus programas por meio de uma rede de universidades e instituições baseadas em campus e online. Também oferece programas de intercâmbio e programas internacionais que incluem programas de verão e experiências de estudo no exterior.

No Brasil, a rede oferta cursos nas áreas de arte, arquitetura e design; negócios e administração; comunicações; educação; engenharia e tecnologia da informação (TI); ciências da saúde, gestão hoteleira e artes culinárias; e leis e estudos jurídicos. As faculdades da Laureate estão distribuídas nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Rio de Janeiro, Bahia, Pernambuco, Paraíba, Rio Grande do Norte e Rio Grande do Sul, e contam com mais de 875,000 de estudantes.

FMU
CENTRO UNIVERSITÁRIO

Fonte: Site da Empresa

Faculdades Metropolitanas Unidas Centro Universitário

O Centro Universitário FMU (Faculdades Metropolitanas Unidas) é uma instituição educacional que opera como subsidiária direta da Laureate, desde 2014. O instituto oferece programas de graduação, pós-graduação e ensino à distância nas áreas de negócios, economia, contabilidade, direito, comunicação social, medicina e música. O instituto foi fundado em 1968 e tem sede em São Paulo, Brasil.



4 Visão geral da Empresa

Análise de informações financeiras históricas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Ativo (BRL mil)	Jun/20	Demonstração do Resultado do Exercício (BRL mil)	Jun/20
Caixa e equivalentes de caixa	19.710	Receita Líquida	194.767
Caixa restrito	729	Lucro Bruto	136.971
Mensalidades a receber	67.377	EBITDA	35.594
Adiantamentos	385	Indicadores financeiros	Jun/20
Reembolso a receber de antigos proprietários	32.061	Margem bruta	70,3%
Partes relacionadas	299	Margem EBITDA	18,3%
Tributos a recuperar	6.323		
Outros créditos	1.580		
Ativo circulante	128.464		
Imobilizado	329.470		
Tributos diferidos	143.828		
Despesas antecipadas	5.843		
Ativos não circulantes mantidos para venda	11.150		
Intangível	1.015.251		
Ativo de contrato	1.811		
Depósitos judiciais	3.607		
Outros créditos	85.080		
Despesas antecipadas	1.081		
Tributos a recuperar	25.194		
Ativos de indenização	163.622		
Ativo não circulante	1.785.937		
Total do ativo	1.914.401		
Passivo	Jun/20		
Fornecedores	18.901		
Salários e encargos sociais	26.680		
Outras contas a pagar	7.489		
Tributos a recolher	1.698		
Recebimentos antecipados	19.220		
Provisão para contingências	163.483		
Empréstimos e financiamentos	51.391		
Partes relacionadas	48.229		
Parcelamentos	10.352		
Arrendamento mercantil	23.988		
Passivo Circulante	371.430		
Partes relacionadas	2.002		
Parcelamentos	32.713		
Tributos diferidos	257.143		
Arrendamento mercantil	185.134		
Outras contas a pagar	11.150		
Não circulante	488.142		
Patrimônio líquido	1.054.829		
Total do passivo	1.914.401		

Fonte: Administração

Análise Financeira Histórica

As informações das tabelas apresentam o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício em 30 junho de 2020, considerando informações não auditadas.

No primeiro semestre de 2020, observa-se um nível de receita de BRL 194 milhões, já refletindo impactos da pandemia de COVID-19. A Margem Bruta realizada foi de 70,3% e a Margem EBITDA foi de 18,3%.

Para fins desta análise e levando em consideração as diretrizes fornecidas pela Administração, a movimentação dos saldos de Arrendamento mercantil foi tratada como despesa de aluguel, sendo assim alocado no EBITDA conforme as premissas e estudos fornecidos pela Anima.

Nesta análise, as contas consideradas operacionais para composição do capital de giro foram a as seguintes: Mensalidades a receber, Despesas antecipadas, Tributos a recuperar, Outros créditos, Fornecedores, Salários e encargos, Tributos a recolher, Recebimentos antecipados e Outras contas a pagar. As contas selecionadas e seus comportamentos se deram de acordo com a projeção consolidada da Laureate. Para mais detalhes, gentileza verificar a seção de Informações Financeiras Projetadas neste relatório.

5

Informações Financeiras Projetadas

Nesta seção	Pág
Informações financeiras projetadas	17
Perpetuidade e ajustes não operacionais	22
Taxa de desconto	23

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Informações Financeiras Projetadas (FI)

As PFI foram preparadas pela Anima com suporte de seu assessor financeiro no processo de aquisição (JP Morgan), considerando suas respectivas bases de alunos, serviços ofertados, estruturas físicas e composição docente e administrativa. As projeções foram feitas como parte dos procedimentos de análise econômica para negociação da transação e consideram principalmente o resultado consolidado da Laureate, portanto essas premissas foram adaptadas para a avaliação individual da FMU.

Receita operacional líquida

As receitas operacionais da FMU foi projetada de acordo com suas respectivas ofertas de cursos, considerando as seguintes classificações:

- Presencial: cursos presenciais diversos, exceto o curso de medicina;
- Híbridos (HIB): cursos diversos que possuem uma dinâmica mista de aulas presenciais e à distância; e
- Ensino à distância (EaD): cursos diversos não presenciais.

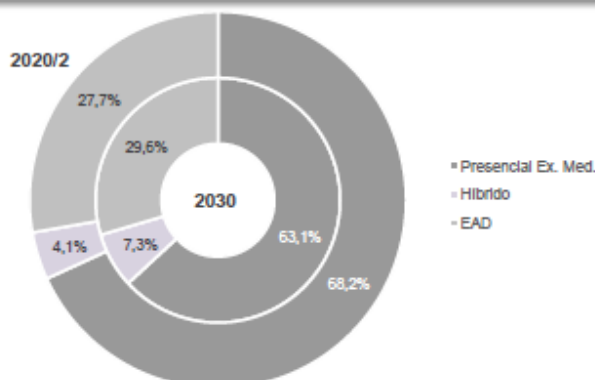
A base de alunos projetada para as categorias levou em conta o número de cadeiras ofertadas nos cursos, sem aumento de oferta após a data-base. As premissas utilizadas foram:

- Presencial e Híbrido:
 - Graduação:
 - Até 2023: a graduação de alunos é projetada como um percentual do número de matriculados no semestre corrente, variando entre 12,7% no primeiro semestre e 6,6% no segundo semestre; e
 - A partir de 2024: passou a ser projetado como um percentual de 28,0% dos novos entrantes com base no primeiro ciclo de estudantes, conforme a premissa de conclusão de um ciclo de alunos em 4 anos. Os percentuais adotados se basearam na experiência e no conhecimento do negócio da Administração, levando em conta o perfil de alunos e a localidade da faculdade.
 - Rematrículas: foi considerada uma curva de rematrícula calculada

levando em conta o conhecimento e as expectativas da Administração para a faculdade. Foram considerados também os impactos da crise de corona vírus, provocando uma diminuição nos nas rematrículas até 2021. A partir de 2022, foi considerado um percentual fixo de 78,2% de rematrícula.

- Novos entrantes: a projeção de novos entrantes sofreu retração nos primeiros 2 semestres projetados, com recuperação gradual dos níveis máximos de novos alunos ao longo dos 4 semestres seguintes, refletindo as expectativas da Administração com relação aos impactos da pandemia. Após a normalização dos níveis de novas entradas, as estimativas anuais permanecem no mesmo patamar e consideram apenas flutuações semestrais.
- Desistentes: foi considerado um percentual de 2,9% a 4,0% de desistência sobre o número total de matrículas semestral.
- Média das matrículas totais: para cálculo da receita líquida, foi considerada a média de matriculados no semestre, como premissa de periodização das desistências.

Base de alunos por tipo de curso (%)



5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

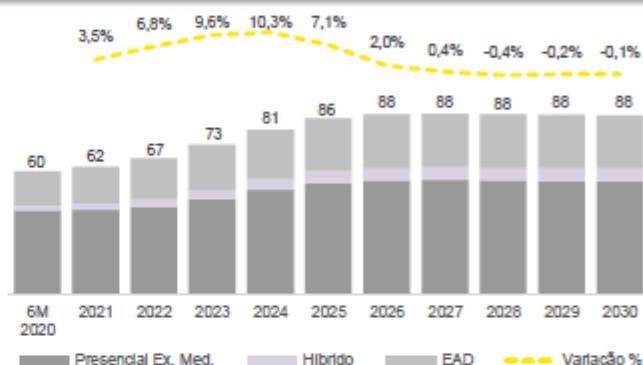
- Ensino à distância (EaD): foi projetado de acordo com o aumento percentual estimado da base de alunos, até o alcance dos níveis normalizados de base de alunos em cada faculdade.

Para a base de cálculo da receita, foi considerada a média de matrícula dos dois semestres de cada ano. A partir de 2026, com a base de alunos normalizadas, observa-se apenas a flutuação dos números de matriculados de acordo com as graduações e média anual.

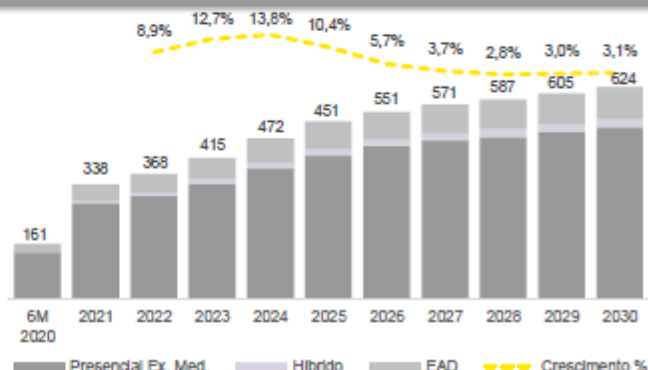
O cálculo da receita por curso foi considerado de acordo com as estimativas de mensalidade líquida de impostos praticadas pela universidade, sofrendo reajustes anuais pela inflação projetada. Para os cursos híbridos, foi considerado crescimento real de 1,0% ao ano (a.a.) de 2024 a 2026.

De acordo com as premissas adotadas, é observado um crescimento médio ponderado (CAGR) da receita operacional líquida de 7,0% no período de 2021 a 2030. A receita apresenta crescimento real até 2026, proveniente de crescimento na base de alunos ou reajustes de mensalidade, passando a variar conforme a inflação e a flutuação da base de alunos a partir de 2028.

Base de alunos (milhars)



Receita Operacional Líquida (BRL milhões e crescimento %)



5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

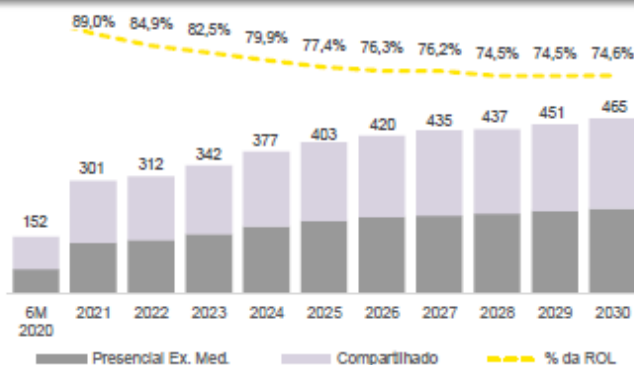
Custos e Despesas Operacionais

Os custos operacionais foram projetados levando em conta os cursos ofertados, as estruturas da faculdade e o planejamento de adequação de estrutura operacional desenvolvido pela Anima, de acordo com suas práticas internas. As premissas de projeção dos custos se deram conforme descrito abaixo:

► Presencial excoeto medicina

- Custo de pessoal docente: o custo mensal de pessoal foi calculado de acordo com a seguinte premissa: (matrículas x eficiência docente) x hora/aula x salário médio x (1+ encargos). As premissas utilizadas estão descritas abaixo:
 - i. Eficiência docente (matrículas/horas totais/aulas): considerado ganho de eficiência ao longo do período projetivo, iniciando em 3,0 x na data-base até alcançar o patamar de 3,2 x em 2026.
 - ii. Fator de remuneração mensal: foi considerado um valor fixo de 5,3 semanas por mês em todas as unidades educacionais, de acordo com a estimativa de 4,5 semanas + 1/6 de DSR, conforme convenções coletivas;
 - iii. Salário médio: considerou o nível de salário médio dos professores praticado, iniciando em BRL 39,3 por hora e considerando reajustes anuais pela inflação; e
 - iiii. Encargos: foi considerado um percentual de encargos de 66,0% do salário.
- Custo de pessoal de apoio e infraestrutura: calculado conforme curvas percentuais em função da receita líquida, com redução gradual ao longo do tempo até atingir níveis normalizados, partindo de 8,7% até alcançar o nível de 6,0% em 2027.
- Custos de reestruturação: referente a custos de demissão mediante a ganhos de margem por redução em custos de pessoal de apoio e infraestrutura, equivalente a 72,0% dos ganhos obtidos no período relacionados à diminuição de gastos com pessoal.
- Outros custos: calculado conforme seu percentual fixo de 19,1% da receita operacional líquida.

Custos e despesas operacionais (BRL milhões e % da ROL)



► Compartilhado:

- Aluguel: projetado de acordo com o estudo realizado pela Anima, com as estimativas de pagamento de aluguel em termos reais para a faculdade, ajustados pelo IGP-M acumulado de cada período;
- Despesas de pessoal total: referente a despesas de pessoal complementares, para suporte à operação e às demais classes de ensino (híbrido e EaD). Foram projetados como um valor total e descontadas pelas despesas de pessoal de apoio e infraestrutura já incorridas em PEx.Med. O racional de projeção se deu as seguinte forma:
 - i. Até 2024: foi projetada de acordo com a estimativa de nível de despesas de pessoal de suporte desenvolvida pela Anima, passando de um nível de despesas de BRL 19,3 milhões até alcançar o patamar de BRL 56,6 milhões em 2024;
 - ii. A partir de 2025: essas despesas foram consideradas fixas e foram reajustadas anualmente pela inflação.

5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

- Custos de reestruturação: referente a custos de demissão mediante a ganhos de margem por redução em custos de pessoal total, equivalente a 72,0% dos ganhos obtidos no período relacionados à diminuição de gastos com pessoal.
- Publicidade e propaganda: projetado de acordo com um percentual fixo de 8,1% da ROL ao longo dos anos.
- PDD: estimada considerando o nível de PDD como um percentual da ROL. A premissa de PDD variou de 9,6% na data-base e sofreu reduções graduais até alcançar seu nível normalizado de 6,0% em 2025 de acordo com as estratégias da Anima.
- Outros custos e despesas: projetado de acordo com um percentual fixo de 3,4% da ROL ao longo dos anos.

Impostos

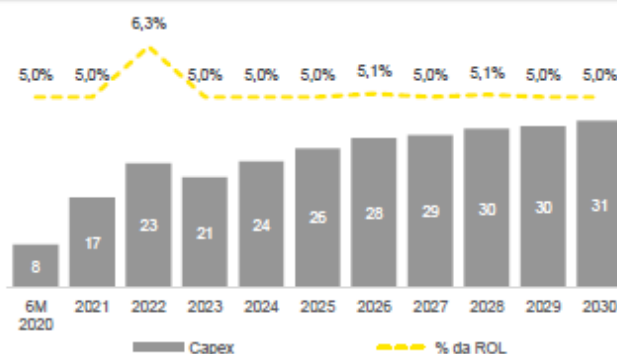
De acordo com o comportamento contábil observado nas atividades operacionais da Administração, não foram considerados pagamentos de impostos diretos. Isso se dá devido ao aproveitamento de benefícios tributários à atividade de educação e ao FIES, de forma que não há pagamento efetivo de tributos em operações de graduação, que são foco dessa análise.

Capex

O Capex projetado variou entre 5,0% e 6,3% da ROL ao longo da projeção. As premissas utilizadas levaram em conta as práticas e expectativas de investimento da Administração, considerando investimentos em manutenção, suporte ao crescimento e reestruturação, quando necessário.

O Capex foi calculado de forma agregada para a Laureate como um todo e proporcionalizado para a FMU como um percentual da receita, conforme pode ser observado no gráfico.

Capex (BRL milhões e % da ROL)



5 Informações Financeiras Projetadas

Informações financeiras projetadas

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeira ...	
6 Conclusão	

Capital de Giro

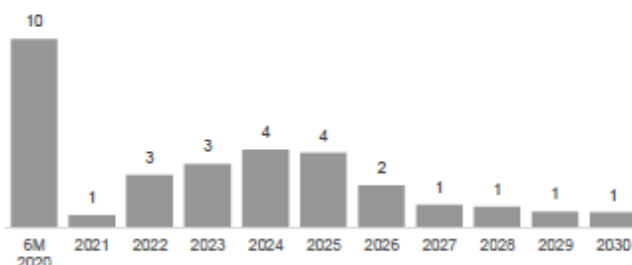
A variação do capital de giro foi calculado de forma agregada para a Laureate como um todo e proporcionalizado para a FMU como um percentual da receita e pode ser observado no gráfico.

A necessidade de capital de giro foi projetada segundo a indicação de contas operacionais e giros médios praticados pela Administração. As contas e os drivers utilizados para calcular o capital de giro da Laureate podem ser observadas nas tabelas abaixo:

Capital de Giro: Ativo	Driver	Dias
Mensalidades a receber	ROL	70
Despesas antecipadas	Opex	5
Tributos a recuperar	ROL	6
Outros créditos	ROL	4

Capital de Giro: Passivo	Driver	Dias
Fornecedores	Opex	22
Salários e encargos	Opex	40
Tributos a recolher	ROL	4
Recebimentos antecipados	ROL	17
Outras contas a pagar	Opex	5

Variação do capital de giro líquido (BRL milhões)



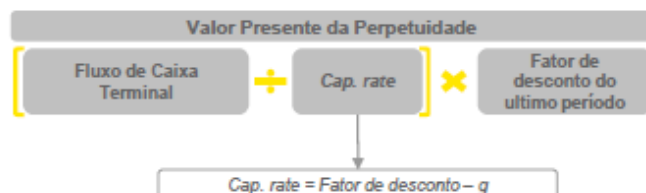
5 Informações Financeiras Projetadas

Perpetuidade e ajustes não operacionais

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeira ...	
6 Conclusão	

Perpetuidade

Para calcular a perpetuidade foi considerado o Fluxo de Caixa de 2030 ajustado pelo crescimento da perpetuidade (g) de 3,3%, equivalente à estimativa de inflação brasileira de longo prazo. O cálculo da perpetuidade foi feito através do modelo de crescimento de Gordon, conforme demonstrado abaixo:



Caixa e Ajustes Não Operacionais

Os ajustes não operacionais foram definidos de acordo com o balanço não auditado da FMU na data-base, de acordo com a premissa de que eles estão registrados de acordo com sua melhor estimativa de valor justo, sendo assim adicionados ao valor operacional obtido pelo método de FCD.

Com relação aos ativos e passivos de leasing, conforme premissas e diretrizes fornecidas pela Administração, a movimentação desses saldos foi devolvida ao EBITDA e projetada conforme as expectativas de despesas de aluguel.

Para obter detalhes com relação à composição dos ajustes aplicados ao valor operacional da FMU, gentileza consultar as tabelas ao lado.

Ajuste Não Operacional

Reembolso a receber do antigo proprietário	32.061
Adiantamentos	385
Partes relacionadas	299
Tributos diferidos	143.828
Despesas antecipadas	5.843
Ativos não circulantes mantidos para venda	11.150
Ativo de contrato	1.811
Depósitos judiciais	3.607
Outros créditos	85.080
Despesas antecipadas	1.081
Tributos a recuperar	25.194
Ativos de indenização	163.622
Provisão para contingências	(163.483)
Partes relacionadas	(48.229)
Partes relacionadas	(2.002)
Tributos diferidos	(257.143)
Outras contas a pagar	(11.150)
Total	(8.045)

Caixa Não Operacional

Caixa e equivalentes de caixa	19.710
Caixa restrito	729
Empréstimos e financiamentos	(51.391)
Parcelamentos	(10.352)
Parcelamentos	(32.713)
Total	(74.016)

5 Informações Financeiras Projetadas

Taxa de desconto

1 Sumário Executivo	7 Limitações Gerais
2 Análise Macroeconômica	8 Apêndices
3 Pesquisa de Mercado	9 Anexos
4 Visão geral da Empresa	
5 Informações Financeiras ...	
6 Conclusão	

Taxa de desconto

A tabela a seguir demonstra a taxa de desconto calculada para descontar o fluxo de caixa projetado.

Composição da taxa de desconto		
Beta desalavancado	[1]	1,03
Debt/equity	[1]	27,8%
Taxa de IR&CSLL	[1]	3,56%
Beta realavancado		1,30
ERP	[2]	6,50%
Risk free (Rf)	[3]	1,42%
Risco Brasil	[4]	3,32%
Prêmio por tamanho/específico	[5]	0,89%
Diferencial de inflação	[6]	1,27%
CAPM nominal		15,55%
Custo da dívida – post-tax	[7]	8,65%
Debt (D)		78,26%
Equity (E)		21,74%
Taxa de desconto (WACC)		14,05%

Notas:

- [1] Com base na média das empresas comparáveis selecionadas de acordo com os setores. Fonte: Capital IQ.
- [2] Prêmio de risco de mercado - Fonte: EY LLP - O prêmio de risco de mercado é baseado no prêmio de risco histórico e expectativas de prêmio de risco futuro.
- [3] Taxa livre de risco - Fonte: Federal Reserve (média histórica de 6 meses dos T-bonds de 20 anos).
- [4] Fonte: JP Morgan EMBI + (média histórica de 6 meses).
- [5] Prêmio por específico – Reflete prêmio por tamanho conforme Duff & Phelps ajustado para o mercado brasileiro e outros riscos específicos inerentes à informações financeiras projetadas.
- [6] Fonte: Banco Central do Brasil e Business Monitor International.
- [7] Baseado na estimativa de custo da dívida se contraída no mercado, considerado a estimativa da Selic de longo prazo mais um spread de 3,0%.

6

Conclusão

Nesta seção	Pág
Conclusão de valor	25

6 Conclusão

Conclusão de valor

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Composição de Valor (BRL milhões)

Valor Operacional (enterprise value)							Composição de valor (BRL mil)		
Margem EBITDA		WACC					Σ Valor presente líquido do fluxo de Caixa		
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	Valor presente da perpetuidade		
	-1,0%	717.004	674.138	635.415	600.277	568.263	Valor Operacional (enterprise value)		
	-0,5%	740.249	696.230	656.460	620.371	587.487	Valor presente das contingências		
	0,0%	763.495	718.321	677.506	640.465	606.711	Ajuste não-operacional		
	0,5%	786.740	740.412	698.552	660.559	625.935	Dívida líquida		
	1,0%	809.985	762.504	719.598	680.653	645.159	Valor do Negócio (equity value arredondado)		
Valor do Negócio (equity value arredondado)							Múltiplos Implícitos (EV/EBITDA)		
Margem EBITDA		WACC					2021		
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	2022		
	-1,0%	598.600	555.700	517.000	481.800	449.800	FMU (cenário base)		
	-0,5%	621.800	577.800	538.000	501.900	469.000	Média das empresas comparáveis		
	0,0%	645.100	599.900	559.100	522.000	488.300	18,2 x		
	0,5%	668.300	622.000	580.100	542.100	507.500	11,5 x		
	1,0%	691.500	644.100	601.200	562.200	526.700	9,7 x		

Os resultados obtidos pela utilização das metodologias do FCD são relevantes no contexto da avaliação, dado que:

- Premissas de crescimento estão em linha com os dados históricos e expectativas de mercado;
- Premissas de lucratividade refletem melhorias nos padrões de eficiência da Empresa, atingindo patamares que um participante de mercado teria numa operação comparável, e similares aos já atingidos pela Anima;
- Os parâmetros de avaliação são consistentes com o tamanho e com a expectativa de longo prazo da FMU; e
- O método do FCD é o que melhor representa o valor de uma companhia baseado em sua rentabilidade futura (Abordagem da Renda).

Essa estimativa de valor não considera possíveis contingências, insuficiências ou superveniências ativas ou passivas que não estejam registradas na posição patrimonial da Empresa. Sendo assim, os resultados não consideram seus efeitos, caso existam.

Conclusão

Com base nas informações recebidas e no trabalho realizado, nossa avaliação resultou em um intervalo de valor justo de aproximadamente BRL 449,8 milhões (quatrocentos e quarenta e nove milhões e oitocentos mil reais) a BRL 691,5 milhões (seiscentos e noventa e um milhões e quinhentos mil reais) a para a FMU na data-base de 30 de junho de 2020.

7

Limitações Gerais

Nesta seção	Pág
Declaração de limitações gerais	27

7 Limitações Gerais

Declaração de limitações gerais

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndices
9	Anexos

- Este relatório foi preparado exclusivamente para o propósito declarado e não pode ser usado para qualquer outra finalidade. Sujeito aos Termos e Condições Gerais do Contrato, nem este relatório nem quaisquer partes dele podem ser copiadas ou divulgadas por meio de publicidade, relações públicas, notícias, vendas ou qualquer outra mídia pública (ou privada) sem prévia aprovação expressa por escrito da EY.
- Nenhuma investigação da empresa objeto e dos ativos da entidade foi feita, e a reivindicação do proprietário à empresa em questão e aos ativos da entidade é considerada válida. Na medida em que os serviços da EY incluem qualquer análise de ativos, propriedades ou interesses comerciais, a EY não assume responsabilidade por questões de descrição legal ou titularidade, e a EY terá o direito de fazer as seguintes suposições: (i) título é bom e negociável (ii) não existem ônus ou gravames; (iii) há total conformidade com todos os regulamentos e leis federais, estaduais, locais e nacionais aplicáveis (incluindo, sem limitação, leis de uso, ambientais, zoneamento e similares e/ou regulamentações); e (iv) todas as licenças, certificados de ocupação, consentimentos ou autoridade legislativa ou administrativa de qualquer governo federal, estadual, local ou nacional, entidade privada ou organização foram ou podem ser obtidos ou renovados para qualquer uso em que os serviços da EY devem ser baseados.
- Determinados dados financeiros históricos usados em nossa avaliação foram derivados de demonstrações financeiras auditadas e/ou não auditadas e são de responsabilidade da Administração. As demonstrações financeiras podem incluir divulgações exigidas pelos princípios contábeis geralmente aceitos. Não verificamos independentemente a exatidão ou integridade desses dados e não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia quanto à sua precisão ou completude.
- Não assumimos nenhuma responsabilidade por informações fornecidas por terceiros, incluindo a Administração, e essas informações são consideradas confiáveis.
- As estimativas de fluxo de caixa incluídas neste documento são exclusivas para uso na análise de avaliação e não se destinam a uso como previsões ou projeções de operações futuras. Não realizamos um exame ou compilação, nem realizamos um contrato de procedimentos acordados com relação aos dados de fluxo de caixa que o acompanham, e, em concordância, não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia sobre os dados de fluxo de caixa da empresa ou suas suposições subjacentes. Além disso, geralmente haverá diferenças entre os resultados estimados e reais, pois os eventos e circunstâncias frequentemente não ocorrem como esperado, e essas diferenças podem ser relevantes.
- Nada nos chamou a atenção para nos fazer concluir que os fatos e dados apresentados neste relatório não estão corretos.
- As recomendações de avaliação e considerações sobre os assuntos aqui descritos são áreas de prática regular de avaliação para as quais nós consideramos que temos, e nos apresentamos ao público como tendo conhecimento e experiência substanciais. Os serviços prestados estão limitados a tal conhecimento e experiência e não representam serviços de auditoria, consultoria ou impostos que poderiam ser fornecidos pela EY.
- As recomendações de valor contidas neste documento não se propõem a representar os valores dos ativos avaliados a qualquer momento que não seja a data efetiva especificada neste relatório. Mudanças nas condições de mercado podem resultar em recomendações de valor substancialmente diferentes das apresentadas na data efetiva especificada. Não nos responsabilizamos por mudanças nas condições de mercado ou pela incapacidade do proprietário de localizar um comprador dos ativos sujeitos aos valores estabelecidos neste documento.
- Uma vez que o valor de uma empresa pode variar ao longo do tempo, qualquer estimativa do valor justo refere-se a uma data específica de avaliação, a data-base de 30 de junho de 2020. Nosso cálculo de valor é baseado unicamente nas informações conhecidas na data-base.
- No início de 2020, o surgimento da pandemia de coronavírus COVID-19 levou a uma significativa volatilidade e declínios nos mercados globais de ações, resultando em incerteza significativa em relação aos impactos na economia global, a curto e longo prazo. Os impactos potenciais, incluindo uma recessão global, regional ou outra recessão econômica,

7 Limitações Gerais

Declaração de limitações gerais

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

são cada vez mais incertos e difíceis de avaliar. A incerteza financeira e econômica pode ter um impacto adverso significativo nos valores justos dos ativos. Para levar em conta o aumento dos riscos econômicos e as crescentes preocupações na comunidade de investimentos relacionadas ao COVID-19 existentes na data-base, consideramos prêmios de taxa de desconto e outros ajustes em nossa análise. Quaisquer referências feitas ao impacto do COVID-19 no relatório não devem ser interpretadas como um comentário completo ou como uma avaliação precisa do impacto potencial total da pandemia.

11. No curso de nossa análise, recebemos informações por escrito, informações orais e/ou dados em formato eletrônico, relacionados à estrutura, operação e desempenho financeiro da empresa em questão e dos ativos da entidade. Nós não investigamos independentemente ou verificamos os dados históricos e estimados fornecidos para nós. Não expressamos uma opinião ou oferecemos qualquer forma de garantia quanto à precisão dos dados ou a sua integridade. Nenhuma auditoria, mesmo limitada, foi realizada. Consideramos as informações fornecidas como confiáveis e precisas. Assumimos que as informações a nós fornecidas apresentam uma imagem precisa das atividades da Empresa e dos ativos que estão sendo avaliados na data-base. Portanto, a EY não aceitará qualquer responsabilidade por qualquer erro ou omissão no relatório decorrente de informações incorretas fornecidas pela Administração ou em relação à falha das previsões a serem alcançadas.
12. A EY não é obrigada a fornecer trabalho ou serviços adicionais, nem prestar depoimento, nem comparecer no tribunal referente aos bens, propriedades ou interesses comerciais em questão ou a atualizar qualquer relatório, recomendação, análise, conclusão ou outro documento relacionado aos seus serviços para quaisquer eventos ou circunstâncias, a menos que arranjos aceitáveis para a EY tenham sido acordados separadamente.
13. As PFI usadas na preparação do relatório refletem o julgamento da Administração, com base nas circunstâncias atuais, quanto ao conjunto mais provável de condições e o curso de ação mais provável. Geralmente, alguns eventos e circunstâncias não ocorrem como esperado ou não são antecipados. Portanto, os resultados reais durante

o período estimado serão quase sempre diferentes das previsões e tais diferenças podem ser significativas. Na medida em que nossas conclusões são baseadas em estimativas, não expressamos nenhuma opinião sobre a viabilidade dessas estimativas.

14. A EY não tem conhecimento de qualquer contingência, comprometimento ou questão relevante que possa afetar materialmente o ambiente econômico e o desempenho futuro da Empresa e, portanto, o valor justo dos ativos e passivos da Empresa.
15. Consideramos que a Anima é um dos principais grupos educacionais do Brasil e, portanto, um dos participantes de mercado para esta transação. Assim, entendemos que as premissas adotadas pela Anima se assemelhariam às premissas de outros participantes de mercado, levando o valor negociado e ofertado pela Anima pelos ativos e passivos da FMU ao seu valor justo. Desse modo, para cálculo do valor justo da Empresa, utilizamos as mesmas premissas, alterando e adaptando aquelas que entendemos que poderiam ser ajustadas para uma melhor estimativa do valor justo da Empresa.
16. Com relação à nossa análise, nosso trabalho não incluiu uma análise do impacto potencial de qualquer aumento ou declínio acentuado inesperado no mercado financeiro local ou geral ou nas condições econômicas ou mudanças tecnológicas.
17. Com relação à documentação da Anima sobre a FMU, perguntamos e consideramos as apresentações do Conselho de Diretores; comunicados oficiais; conteúdo do site; análises e relatórios da indústria; e outra documentação (como registros de divulgação pública).

As fontes primárias de informação nas quais nossa análise se baseou incluem, mas não se limitam às seguintes:

- ▶ Balanço não auditado da Empresa (junho de 2020);
- ▶ Informação gerenciais sobre a segregação das vendas;
- ▶ Informação gerenciais sobre a segregação dos custos e despesas;
- ▶ Plano de negócios elaborado pela Anima para a Empresa;
- ▶ Outras informações com menor relevância.

8

Apêndices

Apêndices de suporte

Nesta seção	Pág
Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação	30
Apêndice B: Empresas comparáveis e participantes do mercado	32
Apêndice C: Taxa de desconto	33

8 Apêndices

Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

As empresas, ativos tangíveis e intangíveis devem ser avaliados com base na aplicação apropriada das Abordagens de Mercado, Custo e Renda. Embora todas as três abordagens devam ser consideradas em uma avaliação, o padrão de fato que envolve a aquisição, a natureza do negócio ou ativo e a disponibilidade de dados, irá determinar qual abordagem ou abordagens serão utilizadas para calcular o valor.

Abordagem de Mercado

A Abordagem de Mercado mensura o valor com base no quanto outros compradores no mercado tem pago por ativos ou negócios que podem ser considerados razoavelmente similares àqueles sendo avaliados. Quando a Abordagem de Mercado é utilizada, dados de preços pagos em negócios ou ativos similares são coletados. Ajustes são feitos nos preços pagos para compensar as diferenças entre esses ativos ou negócios do que está sendo avaliado. A aplicação da Abordagem de Mercado resulta em uma estimativa de preço razoavelmente esperado pela realização da venda do ativo ou negócio..

Abordagem de Custo

A Abordagem de Custo é baseada na premissa de que um investidor prudente não pagaria mais em um ativo do que seu custo de reposição ou reprodução. O custo da substituição do ativo seria

incluído no custo de construção de um ativo similar de utilidade equivalente em preços aplicáveis ao período da avaliação. Esta estimativa pode ser, então, ajustada por perdas no valor atribuíveis a obsolescência (física, funcional e/ou econômica).

- ▶ Ao avaliar ativos tangíveis, o valor de um ativo é estimado por referência ao custo de reprodução ou nova substituição de ativos equivalentes modernos, otimizado para *over-design*, excesso de capacidade e ativos redundantes, e ajustado para refletir perdas de valor atribuíveis a fatores físicos, funcionais e redundantes, e obsolescência econômica.
- ▶ **Novo custo de substituição** é definido como custo atual de produzir ou construir um novo item similar tendo a utilidade equivalente mais próxima da propriedade sendo avaliada.
- ▶ **Novo custo de reprodução** é definido como o custo atual de duplicar um item idêntico novo. É o custo atual de produzir uma réplica exata.
- ▶ **Obsolescência física** é a redução do valor devido ao desgaste e exposição aos elementos.
- ▶ **Obsolescência tecnológica** resulta de mudanças no *design* e materiais de construção dos ativos disponíveis atuais..
- ▶ **Obsolescência funcional** é causada por fatores internos que resultam numa redução de capacidade do ativo de cumprir o propósito pelo qual ele foi criado.

▶ **Obsolescência econômica/externa** resulta de fatores exteriores econômicos. É definido como o *impairment* da conveniência ou vida útil decorrente de forças econômicas, tais como mudanças no uso ótimo, legislações que restringem e prejudicam o direito de usar os ativos para o uso pretendido, e mudanças nas relações de oferta e demanda.

- ▶ No contexto de uma avaliação de negócio, a Abordagem de Custos geralmente compreende um Método de Ativos Líquidos Ajustados no qual o valor agregado dos ativos brutos de uma entidade é "compensado" contra o valor agregado de todos os passivos existentes e potenciais, resultando em uma indicação do valor do patrimônio líquido.
- ▶ A Abordagem de Custo é, as vezes, referida como Método do Custo de Substituição no contexto de avaliação de ativos intangíveis.
- ▶ O Método de Custo de Construção da Abordagem de Custos, normalmente usado para receita diferida, estima o valor de uma obrigação futura estimando qual pagamento um participante de mercado precisaria para assumir uma obrigação de executar serviços ou entregar um produto. O valor é um "acúmulo", ou um somatório, dos vários custos que seriam incorridos e uma estimativa de uma margem de lucro razoável que um investidor precisaria para cumprir a obrigação e quaisquer riscos.

8 Apêndices

Apêndice A: Visão geral das abordagens e metodologias de avaliação

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras ...
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndice
9	Anexos

Abordagem de Renda

A Abordagem de Renda foca na capacidade de produção de receita do ativo ou negócio identificado. A premissa subjacente desta abordagem é de que o valor de um ativo ou negócio pode ser medido pelo valor presente do benefício econômico líquido (entrada de caixa menos saída de caixa) a ser recebido durante sua vida. Os passos a serem seguidos ao aplicar esta abordagem incluem estimar o fluxo de caixa após impostos atribuídos ao ativo ou negócio durante sua vida e converter estes fluxos de caixa após impostos em valor presente, através do "desconto". O processo de desconto usa uma taxa de retorno que contabiliza por ambos o valor temporal do dinheiro e fatores de risco de investimento. Finalmente o valor presente dos fluxos de caixa após impostos durante a vida do ativo é totalizado, chegando a uma indicação de valor.

Os métodos de fluxo de caixa descontado e capitalização são comumente usados para estimar o valor de negócios, ativos intangíveis e ativos imobiliários reais geradores de receita, tais como prédios comerciais.

O método de capitalização de receita é definido no *The Appraisal of Real Estate, Thirteenth Edition*, *Appraisal Institute* como sendo "O processo de analisar a capacidade de uma propriedade de gerar benefícios futuros e capitaliza a receita como uma indicação de valor presente. O princípio de antecipação é fundamental para a abordagem. Técnicas e procedimentos desta abordagem são usados para analisar dados de vendas

comparáveis e para medir a obsolescência na Abordagem de Custo".

A Abordagem de Renda não é considerada, geralmente, como apropriada para estimar valores para ativos de plantas fabris e equipamentos, uma vez que não é viável em atribuir receita para uma propriedade individual ou unidades de equipamento que constituem a entidade operacional, uma vez que os ativos contribuem para ganhos somente quando alinhados com todos os outros fatores econômicos do negócio.

8 Apêndices

Apêndice B: Empresas comparáveis e participantes do mercado

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Guia das empresas comparáveis

A análise considera empresas públicas que foram selecionadas com base em sua similaridade nas operações de negócios da FMU. As empresas públicas comparáveis na tabela a seguir incluem empresas globais ativamente comercializadas com operações significativas nas mesmas indústrias ou em setores semelhantes.

Nome	Descrição
Anima Holding S.A.	A Anima Holding S.A. atua como uma organização privada de ensino superior no Brasil. Possui 1,18 mil alunos matriculados em cursos presenciais em 16 campi localizados nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Santa Catarina, Paraná, Goiás, Bahia e Sergipe. A empresa era anteriormente conhecida como GAEC Educação S.A. e mudou seu nome para Anima Holding S.A. em fevereiro de 2018. A Anima Holding S.A. foi fundada em 2003 e está sediada em São Paulo, Brasil.
Cogna Educação S.A.	A Cogna Educação S.A. atua como uma organização educacional privada no Brasil e no exterior. A empresa atua em três segmentos: Educação Superior Presencial, Educação Superior a Distância e Educação Básica. Oferece ensino superior presencial e a distância, além de cursos de graduação e pós-graduação; publica, vende e distribui livros didáticos, materiais de apoio e livros de exercícios com conteúdo educacional, literário e informativo e sistemas de ensino; e soluções educacionais para a educação profissional e superior, e outras atividades complementares, como o desenvolvimento de tecnologia educacional com gestão e outros serviços de educação. A empresa também oferece educação básica, pré-vestibular, cursos de idiomas para crianças e adolescentes; gestão de atividades de educação infantil, primária e secundária; cursos técnicos e preparatórios para concursos públicos e Ordem dos Advogados do Brasil; aconselha e / ou facilita empréstimos estudantis diretos e indiretos; e desenvolve software para ensino adaptativo e otimização de gestão acadêmica. Seus serviços incluem serviços de educação primária, secundária e pós-secundária com programas de graduação e pós-graduação presenciais e ensino a distância, bem como programas de pós-graduação; cursos preparatórios sob a marca LFG; e programas não regulamentados. A empresa opera 176 unidades de ensino superior em 24 estados brasileiros e 132 cidades brasileiras; e 1.510 centros de graduação a distância em vários estados brasileiros e no Distrito Federal, além de operar 54 escolas próprias de ensino fundamental e médio, 125 unidades Red Balloon e aproximadamente 5.600 escolas associadas no Brasil. A Cogna Educação S.A. foi fundada em 1998 e está sediada em Belo Horizonte, Brasil.
Afya Limited	A Afya Limited, por meio de suas subsidiárias, atua como grupo de educação médica no Brasil. A empresa fornece produtos e serviços educacionais, incluindo escolas médicas, cursos preparatórios para residência médica, cursos de pós-graduação e outros programas para estudantes de medicina ao longo da vida matriculados em sua rede de distribuição, bem como para escolas médicas terceirizadas. Oferece cursos de ciências da saúde, que compreendem medicina, odontologia, enfermagem, radiologia, psicologia, farmácia, educação física, fisioterapia, nutrição e biomedicina; e programas de graduação e cursos em outras matérias e disciplinas, incluindo cursos de graduação e pós-graduação em administração de empresas, contabilidade, direito, engenharia civil e mecânica, engenharia industrial, odontologia, pedagogia, nutrição, fisioterapia, psicologia, arquitetura, medicina veterinária e outros. Além disso, a empresa oferece cursos preparatórios para residência em EAD por meio de sua plataforma online; e desenvolve e comercializa conteúdo impresso e digital de educação médica. Em 31 de dezembro de 2019, operava uma rede de 19 campi de graduação e pós-graduação em medicina composta por 12 unidades operacionais e sete unidades aprovadas. A empresa foi fundada em 1999 e está sediada em Nova Lima, Brasil.

8 Apêndices

Apêndice C: Taxa de desconto

1	Sumário Executivo
2	Análise Macroeconômica
3	Pesquisa de Mercado
4	Visão geral da Empresa
5	Informações Financeiras
6	Conclusão

7	Limitações Gerais
8	Apêndices
9	Anexos

Cálculo da WACC

$$WACC = W_E * K_E + W_D * K_D$$

Onde:

W_E	=	Capital próprio/capital de terceiro
K_E	=	Custo do capital próprio
W_D	=	Valor da dívida remunerada/valor da totalidade do capital
K_D	=	Custo do capital de terceiros

WACC

A aplicação do Método FCD requer o cálculo de uma taxa de desconto apropriada. O Método FCD foi aplicado sob condições de incerteza. No uso comum, o risco refere-se a qualquer exposição à incerteza em que a exposição tem consequências potencialmente negativas. Supõe-se que os participantes do mercado são considerados avessos ao risco. Um participante de mercado avesso ao risco prefere situações com um intervalo mais restrito de incerteza sobre situações com um maior intervalo de incerteza em relação a um resultado esperado. Os participantes do mercado buscam compensação, chamada de prêmio de risco, por aceitar a incerteza.

A estimativa da taxa de desconto implica a comparação dos fluxos de caixa gerados pelo ativo com os fluxos de caixa gerados com o investimento alternativo mais favorável. Portanto, deve-se observar cuidadosamente que os fluxos de caixa do ativo avaliado e o investimento alternativo são equivalentes em termos de risco e maturidade.

A estimativa da taxa de desconto específica do ativo e ajustada ao risco é baseada no *Weighted average cost of capital* (WACC). Como o WACC reflete o risco específico de um empreendimento, os ajustes devem ser considerados com base no perfil de risco específico do ativo.

Custo do capital próprio

Para estimar o custo de oportunidade do capital próprio, é utilizado o *Capital asset pricing model* (CAPM). O CAPM postula que o custo de oportunidade do capital é igual ao retorno sobre os títulos livres de risco mais um prêmio de risco individual. O prêmio de risco é o risco sistemático da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (prêmio de risco de mercado).

O ponto de partida para a estimativa do custo do capital próprio é a taxa de retorno livre de risco. Na prática, a taxa de juros de investimentos financeiros isentos de risco a longo prazo, por exemplo, títulos do setor público com juros fixos, é utilizada como diretriz para estimar a taxa de juro prevalente.

O prêmio de risco de mercado (o preço do risco) é a diferença entre a taxa de retorno esperada na carteira de mercado e a taxa livre de risco. As investigações históricas do mercado de capitais mostraram que os investimentos em ações geram retornos entre 4% e 7% maiores do que os investimentos em títulos de dívida de baixo risco.

O prêmio médio de risco de mercado deve ser modificado para refletir a estrutura de risco específica. O CAPM contabiliza o risco específico da empresa dentro do fator beta. Os fatores beta representam um valor de ponderação para a sensibilidade dos retornos da empresa em

comparação com a tendência de todo o mercado. Eles são, portanto, uma medida de volatilidade para o risco sistemático. Fatores beta de mais de um refletem uma maior volatilidade; os fatores beta de menos de um refletem uma menor volatilidade do que a média do mercado. Os fatores beta são idealmente estimados com referência a todo o mercado de ações, uma vez que o conceito de risco sistemático e específico exige que as ações individuais sejam medidas em relação à carteira de mercado.

Quando atividades em diferentes países são levadas em consideração, pode ser apropriado usar prêmios de risco específicos do país.

Custo do capital de terceiros

A estimativa do custo da dívida refere-se ao mercado de capitais que melhor reflete a moeda em que os fluxos de caixa foram planejados utilizando a taxa de dívida de mercado mais atual com risco equivalente.

Estrutura de capital

A estrutura de capital é derivada da estrutura de capital média das empresas públicas de referência.

Custo de capital próprio

$$K_E = RF + \beta * ERP$$

onde:

RF	=	Taxa de retorno livre de risco
β	=	Risco sistemático do capital
ERP	=	Prêmio de risco de mercado

9

Anexos

Materiais de referência

Nesta seção	Pág
Lista de Anexos	35
Anexo 1: Taxa de desconto	36
Anexo 3: Fluxo de caixa descontado	37
Anexo 3: Tabela de sensibilidade	38



9 Anexos

Lista de Anexos

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconómica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Tópico	Anexo	Página
Taxa de desconto	Anexo 1	36
Fluxo de caixa descontado	Anexo 2	37
Tabela de sensibilidade	Anexo 3	38

9 Anexos

Anexo 1: Taxa de desconto

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Empresas comparáveis	Identificador	Beta	D/E	Tributos	Beta Desalavancado
Anima Holding S.A.	BOVESPA:ANIM3	1,35	37,2%	0,0%	0,98
Cogna Educação S.A.	BOVESPA:COGN3	1,44	46,1%	3,1%	0,99
Afya Limited	NasdaqGS:AFYA	1,11	0,0%	7,6%	1,11
Média		1,30	27,8%	3,8%	1,03

CAPM (K _e)	Premissa	Custo da dívida (K _d)	Premissa
Beta desalavancado	1,03	Dívida antes dos impostos	8,97%
Cap. de Terc./ Cap. Próprio	27,8%	Imposto	3,56%
Imposto	3,56%	Dívida nominal depois dos impostos	8,65%
Beta realavancado	1,30		
Prêmio de risco de mercado	6,50%		
Taxa livre de risco (RF EUA)	1,42%	% de capital próprio	78,26%
Risco país - EMBI +	3,32%	% de capital de terceiros	21,74%
Prêmio de risco específico	0,89%		
Diferencial de inflação	1,27%		
CAPM nominal	15,55%	WACC nominal	14,05%

Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.

06-11-2020 | Todas informações estão sujeitas à alterações após análises complementares.

9 Anexos

Anexo 3: Fluxo de caixa descontado

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconômica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Início do período		jul-2020	jan-2021	jan-2022	jan-2023	jan-2024	jan-2025	jan-2026	jan-2027	jan-2028	jan-2029	jan-2030
Fim do período		dez-2020	dez-2021	dez-2022	dez-2023	dez-2024	dez-2025	dez-2026	dez-2027	dez-2028	dez-2029	dez-2030
F2F Ex Medicina	BRL mil	136.117	281.408	302.263	338.908	384.899	423.803	449.036	465.678	477.993	491.975	507.157
Híbrido	BRL mil	3.176	8.427	10.958	13.441	16.063	18.374	20.110	21.173	21.935	22.705	23.488
EAD	BRL mil	21.672	48.067	54.811	62.460	71.134	79.038	81.646	84.340	87.123	89.999	92.968
Receita líquida	BRL mil	160.965	337.901	368.033	414.808	472.096	521.214	550.792	571.191	587.051	604.678	623.613
F2F Ex Medicina	BRL mil	(65.726)	(135.577)	(143.861)	(159.338)	(178.745)	(194.386)	(203.406)	(209.148)	(213.352)	(219.593)	(226.369)
Compartilhados	BRL mil	(86.434)	(165.007)	(168.434)	(182.707)	(198.537)	(209.113)	(216.664)	(225.815)	(223.720)	(231.061)	(238.745)
EBITDA	BRL mil	8.805	37.317	55.738	72.763	94.814	117.715	130.722	136.227	149.980	154.024	158.499
Margem EBITDA	%	5,6%	11,0%	15,1%	17,6%	20,1%	22,6%	23,7%	23,8%	25,6%	25,5%	25,4%
Capex	BRL mil	(8.048)	(16.895)	(23.242)	(20.740)	(23.605)	(26.061)	(27.989)	(28.560)	(29.697)	(30.234)	(31.181)
Variação do capital de giro	BRL mil	(9.731)	(672)	(2.740)	(3.305)	(4.043)	(3.874)	(2.181)	(1.196)	(1.098)	(828)	(805)
Fluxo de caixa livre	BRL mil	(8.975)	19.751	29.757	48.718	67.166	87.780	100.552	106.472	119.185	122.962	126.514
Fator de desconto WACC @ 14,0%	fator	0,97	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,27
Fluxo de caixa descontado	BRL mil	(8.684)	17.318	22.877	32.841	39.700	45.493	45.692	42.423	41.639	37.666	33.980
Perpetuidade: Gordon growth method												
Fluxo de caixa do ano terminal	BRL mil	130.689										
Dividido por: Cap. Rate	%	10,7%										
Valor futuro da perpetuidade	BRL mil	1.215.837										
Fator de desconto	fator	0,27										
Valor presente da perpetuidade	BRL mil	326.562										
Composição do valor												
Σ Fluxo de caixa descontado do período explícito	BRL mil	350.944										
Valor presente da perpetuidade	BRL mil	326.562										
Valor operacional	BRL mil	677.506										
Valor presente de contingências	BRL mil	(36.383)										
Ajustes não operacionais	BRL mil	(8.045)										
Divida líquida	BRL mil	(74.016)										
Valor do negócio (arredondado)	BRL mil	559.100										

Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.
06-11-2020 | Todas informações estão sujeitas à alterações após análises complementares.



9 Anexos

Anexo 3: Tabela de sensibilidade

1 Sumário Executivo
2 Análise Macroeconómica
3 Pesquisa de Mercado
4 Visão geral da Empresa
5 Informações Financeiras ...
6 Conclusão

7 Limitações Gerais
8 Apêndices
9 Anexos

Valor Operacional (enterprise value)

Margem EBITDA	WACC					
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	-1,0%	717.004	674.138	635.415	600.277	568.263
	-0,5%	740.249	696.230	656.460	620.371	587.487
	0,0%	763.495	718.321	677.506	640.465	606.711
	0,5%	786.740	740.412	698.552	660.559	625.935
	1,0%	809.985	762.504	719.598	680.653	645.159

Valor do Negócio (equity value arredondado)

Margem EBITDA	WACC					
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	-1,0%	598.600	555.700	517.000	481.800	449.800
	-0,5%	621.800	577.800	538.000	501.900	469.000
	0,0%	645.100	599.900	559.100	522.000	488.300
	0,5%	668.300	622.000	580.100	542.100	507.500
	1,0%	691.500	644.100	601.200	562.200	526.700

Alguns dos totais podem não bater devido à arredondamentos. Por favor, verificar o tópico Considerações Gerais e Limitações do nosso trabalho.

06-11-2020 | Todas informações estão sujeitas à alterações após análises complementares.

Sobre a EY

A EY é líder global em serviços de Auditoria, Impostos, Transações Corporativas e Consultoria. Nossos insights e os serviços de qualidade que prestamos ajudam a criar confiança nos mercados de capitais e nas economias ao redor do mundo. Desenvolvemos líderes excepcionais que trabalham em equipe para cumprir nossos compromissos perante todas as partes interessadas. Com isso, desempenhamos papel fundamental na construção de um mundo de negócios melhor para nossas pessoas, nossos clientes e nossas comunidades.

No Brasil, a EY é a mais completa empresa de Auditoria, Impostos, Transações Corporativas e Consultoria, com 5.000 profissionais que dão suporte e atendimento a mais de 3.400 clientes de pequeno, médio e grande portes.

EY refere-se à organização global e pode referir-se também a uma ou mais firmas-membro da Ernst & Young Global Limited (EYG), cada uma das quais é uma entidade legal independente. A Ernst & Young Global Limited, companhia privada constituída no Reino Unido e limitada por garantia, não presta serviços a clientes. Para mais informações sobre nossa organização, visite ey.com.br.

© 2020 EYGM Limited. Todos os direitos reservados.

www.ey.com.br

São Paulo Corporate Towers
Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1909
– 6º ao 10º andares, Itaim Bibi
São Paulo/SP. CEP 04543-900
Telefone: + 55 (11) 2573 3000
website: www.ey.com.br