

LEONARDO KENJI FERREIRA KAMADA

Identificação dos fatores relevantes no processo de concessão de crédito para empresas
do setor da educação superior

São Paulo

2022

LEONARDO KENJI FERREIRA KAMADA

Identificação dos fatores relevantes no processo de concessão de crédito para empresas
do setor da educação superior

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do diploma
de Engenheiro de Produção

Orientador: Clovis Alvarenga Netto

São Paulo

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Ferreira Kamada, Leonardo Kenji

Identificação dos fatores relevantes no processo de concessão de crédito para empresas do setor da educação.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1. Engenharia de Produção 2. Crédito 3. Instituições educacionais I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção

À família e aos amigos.

AGRADECIMENTOS

A minha família, em especial a meus pais, Daniel e Marcia, por sempre me darem amor e suporte nos piores e melhores momentos da minha vida. Agradeço por toda força que me deram, sempre me inspirando a nunca desistir ou me contentar com qualquer coisa além do melhor. Também agradeço ao meu cachorro Jimmy, pela companhia, amor e carinho em todos os momentos mais importantes, com sua felicidade e animação inabaláveis.

Agradeço aos amigos que fiz ao longo do ensino médio e me acompanham até hoje no colégio Guilherme Dumont Villares. A todos os amigos mais velhos que fiz na academia e me ensinaram, além do treino, disciplina. Também agradeço aos amigos engenheiros de produção que fiz ao longo da minha trajetória na Poli, sempre ao meu lado nos momentos acadêmicos difíceis e que continuam sendo companheiros até hoje.

Aos colegas de trabalho do Citi, que me ajudaram na construção deste trabalho, mesmo já não trabalhando no banco, por serem muito solícitos e me ajudarem no começo da minha trajetória profissional. Também aos amigos da Swap, que me ajudam diariamente a me tornar um profissional melhor.

Aos professores e funcionários da Escola Politécnica da USP por toda ajuda em minha formação acadêmica. Em especial, agradeço meu orientador, Clovis Armando Alvarenga Netto, do qual tive a oportunidade de ser aluno por mais de uma vez, monitor, coautor em artigo acadêmico e agora orientado.

*“[...] as God said,
crossing his legs,
I see where I have made plenty of poets
but not so very much poetry.”
(Charles Bukowski)*

RESUMO

A concessão de crédito para empresas segue diretrizes bem definidas durante o processo de análise. Bancos e outras instituições concessoras avaliam o risco de vender suas linhas de crédito com base, principalmente, na estabilidade financeira do cliente analisado, possibilitando propor juros, prazos e outros termos adequados ao contexto da empresa. Contudo, alguns mercados apresentam níveis de complexidade diferentes e podem requerer dados além daquilo que é costumeiramente analisado. Nesta linha, o mercado de ensino superior é um dos repletos de particularidades. Por suas Companhias terem como produto final a formação humana, existe espaço para questionar a necessidade de fatores além dos financeiros, como fatores que meçam a quantidade de recursos humanos disponíveis, novas tecnologias para atender os discentes e que, acima de tudo, avaliam a qualidade do ensino oferecido, uma vez que esses são chave para o sucesso da empresa a longo prazo. Assim, o principal objetivo deste trabalho é identificar os fatores chave que são considerados na análise de crédito para Instituições de Ensino Superior e propor novos fatores específicos de mercado, recursos e acadêmicos a serem utilizados durante a análise de IES (Instituições de Ensino Superior) privadas, visto que as públicas são subsidiadas diretamente pelo Governo. Para chegar em uma proposta de fatores, são abordadas três principais frentes: i) o mercado de crédito, explicitando seu contexto e quais índices financeiros são utilizados comumente nas análises; ii) o mercado de ensino superior, desde seu histórico no Brasil, passando por suas particularidades e chegando até seu estado atual; iii) e a intersecção de ambos, tratando de como a pandemia da Covid-19 afetou economicamente o ensino superior. Posteriormente, é realizada uma análise bibliográfica de artigos relativos a fatores críticos de sucesso para diferentes instituições, que são a base para uma seleção de 13 fatores potenciais a serem aplicados na análise de crédito para IES. Com os fatores definidos, três empresas de capital aberto do mercado de ensino superior são analisadas sob a luz de cada um dos fatores apresentados. Por fim, cada um dos fatores e toda a análise feita é exposta a profissionais da área de concessão de crédito por meio de entrevistas qualitativas, viabilizando validar o potencial de cada um dos fatores no contexto do processo de análise. Desta forma, é possível entender a vontade/necessidade de aprofundar as análises realizadas no mercado de crédito para empresas privadas inseridas no mercado de ensino superior.

Palavras-chave: análise de crédito, ensino superior, mercado de crédito, fatores críticos de sucesso

ABSTRACT

Credit concession for companies follows well-established guidelines during the analysis process. Banks and other credit institutions assess the risk of selling their credit products based mainly on the financial stability of the analyzed client, making it possible to propose adequate interest rates and other terms appropriate to the company's context. However, some markets present different levels of complexity, and may require data beyond what's normally analyzed. Considering this, the higher education market is one type of segment filled with specific characteristics. Given that its companies have human qualification as their final product, there is room to question whether factors beyond the financial ones should be considered during the credit analysis process, such as factors that measure the amount of available human resources, new technologies to support students and, above all others, factors that help analyze quality of the education being provided, since these are all key to long term success for companies in this market. With that being said, the objective of this thesis is to identify key factors considered during the analysis process and propose new and specific factors regarding performance in the market, resources, and academic specificities to be used during credit analysis of a Higher Education Companies (HEC), seeing as public institutions are directly financed by the government. To propose a final these factors, three major fronts are tackled: i) the credit market, explaining its context and which financial indicators are commonly used during credit scoring; ii) the higher education market, describing its history in Brazil, all specificities and how it got to the way it operates today; iii) and the intersection of both markets, elucidating how the Covid-19 pandemic economically affected higher education. Subsequently, a bibliographic analysis of academic articles related to critical success factors of different institutions is carried out, which are the basis for a selection of 13 potential factors to be applied during credit analysis of HECs. With the defined factors, three publicly traded companies are analyzed in the light of each one. Finally, all factors and the entire analysis written is exposed to credit concession professionals through qualitative interviews, making it possible to validate the potential of each factor in the context of credit scoring. With this, it is possible to understand the desire/need to deepen the analyzes carried out in the credit market for private companies in the higher education market.

Keywords: credit analysis, higher education, credit market, critical success factors

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema do método hipotético-dedutivo	30
Figura 2 - Composição do RUF.....	70
Figura 3 - Composição do ranking de cursos do RUF	71

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução trimestral de endividamento de empresas em Bilhões R\$	33
Gráfico 2 - Projeção da recuperação econômica (PIB) em número índice	33
Gráfico 3 - Matrículas em universidades públicas e privadas em milhões	48
Gráfico 4 - Oferta de vagas em universidades públicas e privadas em milhões	48
Gráfico 5 - Contratos Fies	50
Gráfico 6 - Ocupação de vagas oferecidas FIES	51
Gráfico 7 - Recursos do Fies em bilhões de reais.....	52
Gráfico 8 - Variações do valor de mercado em reais da COGNA (COGN3) de 2021 à segunda metade de 2022.....	57
Gráfico 9 - Variações do valor de mercado em dólares da Vasta (VSTA) de 2021 à segunda metade de 2022.....	58
Gráfico 10 - Variações do valor de mercado em dólares da Vitru (VTRU) de 2021 à segunda metade de 2022.....	59
Gráfico 11 - Variações do valor de mercado em reais da YDUQS (YDUQ3) de 2021 à segunda metade de 2022.....	60
Gráfico 12 - Distribuição de empresas onde os entrevistados trabalham em número de entrevistados	92
Gráfico 13 - Distribuição de número de entrevistados x Tempo de atuação no mercado em anos	92
Gráfico 14 - Distribuição de cursos de formação dos entrevistados	93
Gráfico 15 - Média de notas de relevância para fatores de mercado e oportunidade.....	97
Gráfico 16 - Média de notas de relevância para fatores de recursos	98
Gráfico 17 - Média de notas de relevância para fatores acadêmicos.....	100
Gráfico 18 - Consolidado das médias de notas de relevância	102

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - 13 FCS na Educação Superior Brasileira	28
Tabela 2 - Meta-fatores definidos no artigo "Fatores de sucesso em novos empreendimentos" de Michael Song	62
Tabela 3 - Fatores para sucesso em IES adaptados dos 24 meta-fatores de Song.....	64
Tabela 4 - Faixas do Conceito ENADE.....	73
Tabela 5 - Relação final de fatores a serem analisados no Trabalho.....	74
Tabela 6 - Índices de liquidez e endividamento da COGNA	78
Tabela 7 - RUF de Universidades Kroton	79
Tabela 8 - RUF de cursos das IES da Kroton.....	79
Tabela 9 - Conceito ENADE de IES da Kroton	80
Tabela 10 - Notas do MEC de IES da Kroton	81
Tabela 11 - Índices de liquidez e endividamento da Vitru	83
Tabela 12 - Quantidade de universidades parceiras da Vitru por país	84
Tabela 13 - RUF de cursos de IES Vitru. Fonte: Folha de São Paulo.....	85
Tabela 14 - Conceito ENADE de IES da Vitru Educação	85
Tabela 15 - Notas do MEC de IES da Vitru Educação	86
Tabela 16 - Índices de liquidez e endividamento da YDUQS.....	87
Tabela 17 - RUF da Estácio.....	88
Tabela 18 - RUF de cursos das IES da YDUQS. Fonte: Folha de São Paulo	89
Tabela 19 - Conceito ENADE das principais IES da YDUQS	89
Tabela 20 - Nota do MEC das principais IES da YDUQS.....	90
Tabela 21 - Mercados de atuação dos entrevistados.....	94

ÍNDICE DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Crescimento de receita líquida	38
Equação 2 - Margem EBITDA	39
Equação 3 - Reversão: Itens não operacionais e não monetários	40
Equação 4 – Variação em recebíveis	40
Equação 5 – Variação em estoque	40
Equação 6 – Variação a pagar	41
Equação 7 – Variação líquida em outros ativos/passivos operacionais.....	41
Equação 8 - FCO	41
Equação 9 - FCL	42
Equação 10 - FCA	42
Equação 11 - Dívida Líquida.....	43
Equação 12 - Índice de liquidez	44
Equação 13 - Ciclo de Conversão de caixa	44
Equação 14 - Dias de estoque.....	45
Equação 15 – Dias a receber.....	45
Equação 16 – Dias a pagar	45

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B2C	<i>Business-to-consumer</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMV	Custo da mercadoria vendida
DRE	Demonstração de resultados do exercício
EAD	Ensino à distância
EBITDA	<i>Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization</i>
ENADE	Exame Nacional de Desempenho de Estudantes
ENEM	Exame Nacional do Ensino Médio
FCA	Fluxo de caixa alavancado
FCL	Fluxo de caixa livre
FCO	Fluxo de caixa operacional
FCS	Fatores críticos de sucesso
FGV	Faculdade Getúlio Vargas
FIES	Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior
IES	Instituição de ensino superior
IGC	Índice Geral do Curso
INEP	Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
KPI	<i>Key Performance Indicator</i>
LDB	Lei de Diretrizes e Bases da Educação
MEC	Ministério da Educação
PROUNI	Programa Universidade para Todos
ROI	<i>Return over investment</i>
RUF	Ranking Universitário Folha
S.A.	Sociedade anônima
UFSC	Universidade Federal de Santa Catarina
UNESCO	Organização das Nações Unidas para Educação, Ciência e Cultura

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	24
1.1. Contextualização do trabalho	24
1.2. Problema.....	25
1.3. Objetivos	28
1.4. Estrutura do trabalho.....	29
1.5. Metodologia utilizada	30
2. ANÁLISE DE CRÉDITO	32
2.1. Mercado de crédito	32
2.2. Concessão de crédito.....	34
2.3. Índices financeiros	36
2.3.1. Índices operacionais	37
2.3.2. Índices de capacidade de pagamento	39
2.3.3. Índices de estrutura de capital e endividamento.....	42
2.3.4. Índices de liquidez e atividade	43
2.4. Conclusão.....	45
3. PANORAMA DO ENSINO SUPERIOR BRASILEIRO	47
3.1. Histórico das Instituições de Ensino Superior brasileiras	47
3.2. Programas sociais de inclusão do governo	50
3.3. Desdobramentos da transição e busca pelo sucesso de IES	52
3.4. Conclusões do cenário atual e concessão de crédito para IES	55
4. ANÁLISE PARA CONCESSÃO DE CRÉDITO NO MERCADO DE ENSINO SUPERIOR	56
4.1. Contextualização do mercado de ensino superior durante e pós-pandemia da Covid-19.....	56
4.3. Análise de IES privadas de capital aberto	75
4.3.1. COGNA Educação	75
4.3.2. Vitru Educação	81
4.3.3. YDUQS	86
5. PESQUISA E RESULTADOS	91
5.1. Fundamentação e prática de entrevistas.....	91
5.2. Perfis dos entrevistados	91
5.3. Informações das atuações dos entrevistados no mercado de crédito	94

5.4. Informações sobre os fatores sugeridos	96
5.4.1. Avaliação dos fatores de mercado e oportunidade.....	96
5.4.2. Avaliação dos fatores de recursos	98
5.4.3. Avaliação dos fatores acadêmicos.....	100
5.4.4. Considerações finais dos fatores	101
5.5. Informações sobre potencial dos fatores e aplicações.....	102
5.6. Limitações do mapeamento e sugestões de próximos passos	103
6. CONCLUSÃO	105
7. REFERÊNCIAS	107
8. APÊNDICE A – FORMULÁRIO COMPLETO DA ENTREVISTA.....	112
9. APÊNDICE B – TABELAS RESUMO DA APLICAÇÃO DOS FATORES	115

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização do trabalho

Os anos de pandemia intensificaram os problemas da instável economia brasileira. Os impactos das mudanças político-econômicas na década de 80 (denominada por muitos de “década perdida”) permeiam até hoje. Como Coutinho (2003) aponta, a busca pela estabilização econômica custou taxas de juros muito altas e a sobrevalorização do câmbio, o que, por sua vez, resultou na perda de competitividade frente ao mercado internacional e na persistência da vulnerabilidade financeira de empresas nacionais (excluindo o mercado de commodities, que até hoje permanece competitivo).

A recuperação e desenvolvimento econômicos até 2019 encontraram adversidades nas sequelas da frágil estruturação socioeconômica do país e nas constantes crises estruturais da economia, mas permaneceram em uma tendência tímida de crescimento. Contudo, com a chegada de 2020 e da pandemia do vírus Covid-19, a economia brasileira recebeu um enorme impacto. Aumento do desemprego, inadimplência e queda do PIB passaram a ser temas do dia a dia.

Neste cenário, países emergentes foram os que mais sofreram nos últimos anos, uma vez que investidores pelo mundo inteiro concentraram seus portfólios em ativos seguros, como ouro e títulos de renda fixa em países desenvolvidos. Em meio à incerteza, deixaram em segundo plano investimentos em empresas privadas de mercados voláteis de nações emergentes (HAROON, 2020). As políticas de intervenção governamentais ligadas à diminuição de recolhimento de impostos e incentivos à renda da população mais necessitada ajudaram a mitigar o cenário desfavorável, contudo foi a queda de novos casos e mortes por Covid no final de 2021 e início de 2022 que apoiaram a volta do ganho de liquidez no mercado de ações.

Alinhado à situação, o mercado de crédito vem ganhando volume com a necessidade de empréstimos de pessoas físicas e jurídicas. Uma pesquisa conduzida pela *fintech* de concessão de crédito Vadu com base em dados do Banco Central revelou que, de janeiro de 2020 a junho de 2021, o montante da concessão de crédito para pessoa jurídica aumentou em 28,3%. O valor passou de 1,385 trilhão de reais para 1,737 trilhão de reais. Nesse período, muitas empresas recorreram ao crédito como uma forma de fomentar sua subsistência, ao invés de alavancar sua produção. Isso reforça a importância

do crédito como uma das principais redes de segurança durante a longa crise econômica brasileira.

Prazo, taxa de juros, montante e todas as outras características de crédito variam de acordo com a situação de cada empresa que pede e cada empresa que concede, contudo, alguns fatores são comuns para todos os casos. Desta maneira, é crucial, para qualquer empresa, entender quais são os fatores relevantes que as instituições financeiras levam em conta na concessão de linhas de crédito. Além de índices financeiros retirados do balanço, caixa e demonstração de resultados, também são analisados fatores operacionais da companhia. Estes índices e fatores observados também variam de acordo com o segmento de atuação da empresa. Por exemplo, redes de supermercados de médio e pequeno porte costumam ter um índice de alavancagem (total de dívida dividido pelo EBITDA) próximo de 1. Ao mesmo tempo, é crucial avaliar o fator do ritmo de abertura de novas unidades, a receita média entre unidades e o tempo para uma unidade se pagar. Cada mercado tem suas particularidades, que nem sempre estão formalizadas com precisão para o processo de concessão de crédito, fazendo com que reuniões entre instituições financeiras e tomadoras abordem todos os pontos necessários, além de índices financeiros específicos da Companhia (a exemplo da satisfação de alunos em instituições de ensino).

1.2. Problema

O conjunto de complexidade dos milhares de diferentes mercados dificulta o processo de concessão de crédito e, por vezes, pode torná-lo muito superficial. Isto pode causar problemas para os concessionários, uma vez que não abordar um detalhe relevante para uma companhia, por menor e mais incomum que seja, abre o caminho para problemas de inadimplência no futuro. Ao mesmo tempo, isto também é muito insalubre para os tomadores. Ao se concentrarem em alcançar índices financeiros adequados para conseguirem as linhas de crédito desejadas, podem deixar de dar atenção para problemas estruturais do seu negócio.

Dentre os mercados tomadores, temos as grandes instituições educacionais. Notavelmente, conglomerados de faculdades, cursinhos pré-vestibular e até escolas recorrem ao endividamento bancário como meios de financiar expansões do negócio, seu capital de giro e manutenção de instalações, por exemplo. Como toda empresa, o foco das

instituições educacionais é ser sustentável em relação aos três pilares: social, ambiental e econômico. Este último se traduz em aumentar o número de clientes, o que justifica o pensamento pragmático de se endividar para atingir os objetivos citados. Contudo é preciso ter cuidado com a discussão de até que ponto a educação superior deve ser considerada um produto sujeito a regras regulares de mercado e até que ponto o fornecimento desse serviço implica em uma responsabilidade mais ampla de formação humana (SENHORAS, 2006).

É importante lembrar que as instituições universitárias no Brasil nasceram como instituições privadas, mas não particulares: aberta somente a oficiais da Guarda Nacional e de outras milícias, a primeira universidade brasileira foi a Escola Livre de Instrução Militar do Amazonas, da qual se originou a Universidade Federal de Manaus, fundada em 17 de janeiro de 1909 sob o nome “Escola Universitária Livre de Manaus” (TUFFANI, 2009). A instituição nasceu a partir da iniciativa do tenente-coronel Joaquim Eulálio Gomes da Silva Chaves, com o objetivo de criar uma escola prática militar e, ao mesmo tempo, fomentar o desenvolvimento profissional de seus alunos e cultivar as ciências auxiliares às guerras, ou seja, não surgiu como sendo de acesso restrito ao público militar, mas não era particular por cobrar algum tipo de taxa dos alunos. Não muito tempo depois, em 1911, nasce a Universidade Livre de São Paulo, com o objetivo de trazer a “verdadeira democracia em matéria de instrução pública”, de acordo com o reitor fundador da Escola, Eduardo Augusto Ribeiro Guimarães. Estas eram instituições sem fins lucrativos e estavam abertas a toda população brasileira.

Desta forma, considerando que as instituições nasceram como Escolas de acesso gratuito aos cidadãos, é preciso questionar qual é o risco da transição de instituições sem fins lucrativos à condição de associação com fins lucrativos dentro de um mercado hipercompetitivo (CASTRO SILVA, 2008). O objetivo de tentar atender a demanda não contemplada por instituições públicas pode se mostrar um grande desafio, principalmente para novos entrantes, uma vez que não têm o apoio financeiro governamental e devem construir uma base sólida de alunos com base nos principais fatores de sucesso de instituições de Ensino Superior.

Um dos fatores relevantes para entender a qualidade e sucesso de instituições de ensino é o acompanhamento de novas práticas de aprendizagem dentro da sala de aula, atreladas à qualidade do ensino (Lima, 2012). A obra “Inovação na Sala de Aula: Como

a Inovação Disruptiva Muda a Forma de Aprender” do professor Clayton Christensen explicita a necessidade da inovação no ensino através do uso de novas tecnologias e métodos. Em seu livro, Christensen afirma que existem dois tipos de motivação do aluno: intrínseca e extrínseca. A primeira é definida por um trabalho que estimula o indivíduo por ser inerentemente agradável, enquanto a segunda é representada por ser um meio de atingir o objetivo do aluno, ou seja, a pressão precedente é suficiente para motivar a aprendizagem. Desta forma, para que a aprendizagem seja uma experiência intrinsecamente motivadora, Christensen sugere o uso da inovação como uma maneira de maximizar o potencial individual dos alunos. Tal conclusão de Christensen é reforçada no contexto de crescimento do Ensino à Distância a partir de 2020, que chega como produto praticamente obrigatório para as escolas no cenário de pandemia da Covid-19. Neste contexto, Universidades precisaram estar a par das inovações do mercado para apoiar esta modalidade de ensino.

Além deste, muitos outros fatores são considerados críticos para o sucesso de uma universidade. Pesquisadores da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), através do artigo “Fatores Críticos De Sucesso Na Educação Superior Brasileira” realizaram uma pesquisa bibliográfica com outros trabalhos para determinar fatores críticos de sucesso (FCS) comuns em Instituições de Ensino Superior privadas e chegaram a treze pontos expostos na Tabela 1:

Tabela 1 - 13 FCS na Educação Superior Brasileira

#	Fator	Descrição
1	Localização geográfica	Proximidade da faculdade/universidade de sua casa ou trabalho
2	Tradição da instituição	Tradição e status da instituição de ensino
3	Imagem da organização	Reputação do curso e da faculdade/universidade
4	Garantia de reconhecimento do curso	Avaliação do MEC do curso oferecido pela instituição de ensino
5	Valor de mensalidade menor que a concorrência	Valor da mensalidade
6	Infra-estrutura	Infra-estrutura e instalações da faculdade/universidade
7	Campanha publicitária periódica	Campanha de marketing da faculdade/universidade
8	Serviços de secretaria e de pessoal	Atendimento dos funcionários da faculdade/universidade
9	Qualificação do corpo docente	Qualidade da faculdade/universidade no ensino/aprendizado
10	Atualização do corpo docente	Corpo de professores do curso escolhido
11	Interação da coordenação com o corpo discente	Como/Quanto os alunos interagem com a coordenação do curso
12	Integração dos alunos com a instituição	Nível de interação entre os alunos e a universidade (aulas, cursos optativos, etc.)
13	Metodologia aplicada à realidade do mercado de trabalho	Atividades em sala de aula e fora dela de simulação da vida real

Fonte: Lima (2012)

Os fatores trazem pontos relativos ao que é importante para que a IES tenha sucesso no mercado de ensino superior, pois explicitam o que o potencial aluno analisa no momento de fazer sua matrícula/se inscrever no vestibular. A complexidade na diversidade de fatores aponta a dificuldade de sucesso em um mercado tão complexo, onde o serviço oferecido é a formação humana e o crescimento depende da satisfação dos alunos ao longo de anos de curso.

1.3. Objetivos

Tendo em mente a existência destas especificidades setoriais, o intuito deste trabalho é identificar e explorar os fatores relevantes que uma instituição financeira deve

considerar na concessão de crédito para empresas de educação: além de afetar a economia, como comentado, a pandemia afetou o setor da educação diretamente através da demanda pelo Ensino à Distância. Em poucas semanas, as escolas com aulas presenciais tiveram que se adaptar ao novo modelo. Não conseguir fornecer aulas pela internet se tornou um impeditivo no setor educacional. Por este motivo, instituições financeiras passaram a dar atenção especial a fatores cruciais para fazer funcionar as aulas à distância.

Com toda a complexidade deste mercado, o objetivo presente passa a ser entender como é feito/o que é avaliado no processo de concessão de crédito a empresas, compreender a fundo a estrutura do mercado de ensino superior (como foco em histórico e desafios) e, por fim, propor fatores operacionais a serem avaliados no momento de concessão do crédito além dos índices financeiros, considerando dados estruturais e de qualidade de ensino da instituição. Em seguida, os fatores serão aplicados sobre empresas do mercado de ensino superior para ilustrar suas aplicações, para que então sejam entrevistados especialistas da área de concessão de crédito. Tendo os fatores aplicados em empresas do mercado e suas descrições, será possível conduzir a pesquisa com os profissionais de crédito com exemplos práticos do que cada fator pode trazer para suas análises, facilitando o entendimento. Por fim, a validação feita pelos entrevistados apontará o potencial de relevância de cada um dos fatores, dado que são estes quem avaliam o nível de risco da instituição financeira de conceder o crédito para as empresas.

1.4. Estrutura do trabalho

A ideia central é identificar fatores relevantes específicos do mercado de ensino superior, além dos financeiros, a serem utilizados durante o processo de análise de crédito.

Ao longo do trabalho, os seguintes pontos serão abordados, de acordo com os capítulos:

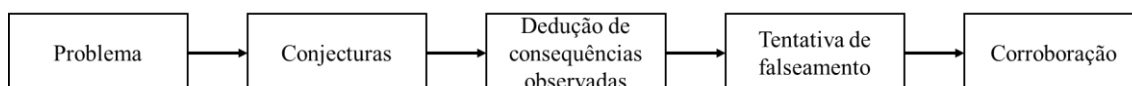
- Capítulo 2: Contexto do mercado de crédito, processo de concessão do crédito para empresas privadas e principais índices financeiros avaliados durante a análise de crédito, assim como o significado de cada um;
- Capítulo 3: Análise do setor de educação superior, com foco no histórico das instituições no país, desafios enfrentados e esclarecimento da necessidade de fatores específicos na análise de crédito para instituições do mercado;

- Capítulo 4: Sugestão de fatores para empresas de ensino superior a serem avaliados durante o processo de análise de crédito, com base na literatura relativa a fatores críticos de sucesso para empresas, assim como a análise de três instituições do mercado sob a ótica dos fatores propostos;
- Capítulo 5: Apontamento e análise dos resultados das entrevistas conduzidas com profissionais da área de análise de crédito de instituições financeiras;
- Capítulo 6: Conclusão da importância dos fatores na análise de concessão de crédito, com foco na importância de ensino e satisfação de alunos.

1.5. Metodologia utilizada

O método científico para proporcionar as bases lógicas da investigação proposta foi o “hipotético-dedutivo”. Estabelecido por Karl Popper em sua obra “A lógica da investigação científica” (1935), o método é definido pela identificação de um problema, elaboração de conjecturas, dedução de consequências observadas, tentativa de falseamento e corroboração, como indicado na Figura 1.

Figura 1 - Esquema do método hipotético-dedutivo



Fonte: Kaplan (1972)

De acordo com Kaplan (1972, p.12):

“...o cientista, através de uma combinação de observação cuidadosa, hábeis antecipações e intuição científica, alcança um conjunto de postulados que governam os fenômenos pelos quais está interessado, daí deduz ele as consequências por meio de experimentação e, dessa maneira, refuta os postulados, substituindo-os, quando necessário, por outros, e assim prossegue.”

Desta forma, o objetivo é propor os fatores da concessão de crédito para instituições de ensino superior, além dos financeiros analisados costumeiramente, e testá-los através de uma pesquisa com especialistas da área de crédito, tornando possível entender a importância da metodologia e ensino neste âmbito.

Para a etapa de corroboração, a pesquisa qualitativa será realizada com base em aspectos da pesquisa participante (GIL, 1987), procurando entender e agir sobre um problema através da comunicação com pessoas inseridas diretamente em seu contexto. No caso deste trabalho, serão analistas de crédito especialistas da área educacional que poderão criticar e argumentar sobre cada um dos fatores propostos.

Por fim, com relação à bibliografia, o trabalho é realizado com base na literatura que explicita as temáticas do processo de concessão de crédito e da situação atual da análise de instituições educacionais sob essa ótica. Além disso, grandes instituições educacionais brasileiras serão analisadas na prática em relação à situação da saúde financeira e operacional de cada uma. Assim, as consultas se basearão nas seguintes fontes:

1. **Livros e artigos acadêmicos:** os artigos e livros utilizados neste trabalho remetem à concessão de crédito, ao histórico do ensino superior no Brasil e aos fatores da análise proposta;
2. **Notícias:** serão utilizadas notícias de portais digitais especificamente relacionadas a dados econômicos do país, como índices de endividamento de empresas e perspectivas de recuperação após o cenário de pandemia da Covid-19;
3. **Portais virtuais de empresas:** para a análise das empresas no final do trabalho, serão utilizados os relatórios de resultados e sustentabilidade disponíveis nos portais de relações com investidores de cada empresa.

2. ANÁLISE DE CRÉDITO

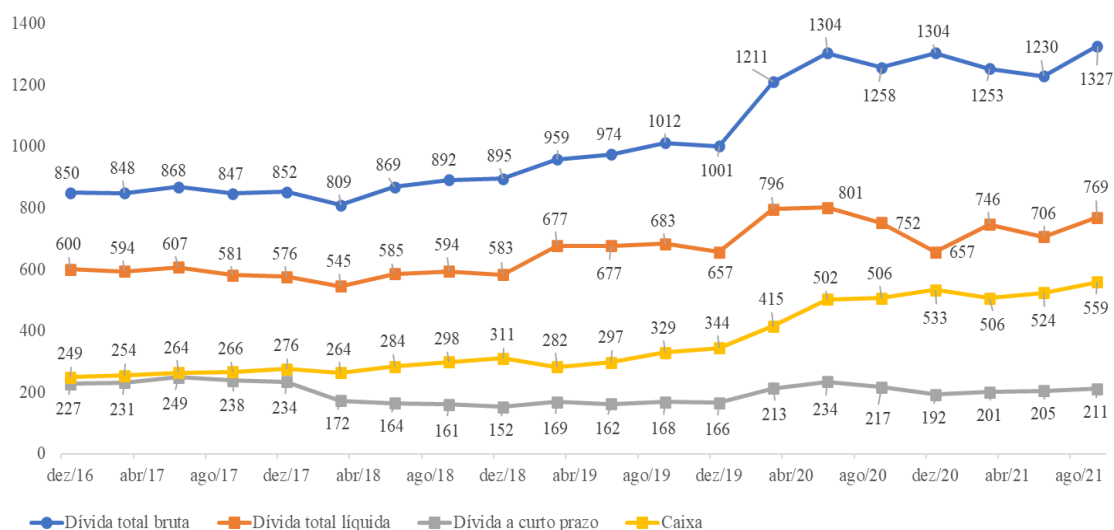
2.1. Mercado de crédito

Ao segmentar o mercado financeiro, temos quatro grupos que tratam de atividades fundamentalmente diferentes: mercado monetário, mercado de capitais, mercado de câmbio e o mercado de crédito. Os dois primeiros abordam a negociação de títulos (públicos, no monetário e privados, no de capitais), enquanto o mercado de câmbio trata da negociação de transações em moeda estrangeira. Já o mercado de crédito é o segmento que corresponde às operações de empréstimos concedidos por instituições financeiras, que captam de agentes superavitários e emprestam a famílias e empresas, obtendo remuneração através da diferença entre o custo de captação e o que cobram dos tomadores (PESENTE, 2019).

O crédito à pessoa física pode ser encontrado na forma de cheque especial, empréstimo ou cartão de crédito, sendo este um dos métodos de pagamento mais comuns do Brasil. Já o crédito à pessoa jurídica é estruturado de maneiras muito mais complexas. Empresas podem assumir dívidas com diferentes fins, sendo mais comuns aqueles referentes à alimentação do capital de giro, que se trata do capital que a empresa tem disponível para pagar os seus custos operacionais em determinado período. Segundo Zouain (2011), sem lucro a empresa fica estagnada ou encolhe, mas, sem capital de giro, ela desaparece, uma vez que o capital de giro é fortemente influenciado pelas incertezas inerentes a todo tipo de atividade empresarial e atua como suporte da reserva financeira da companhia.

De acordo com um estudo da instituição de pesquisas Economatica, a dívida líquida total (ou seja, a dívida tomada com desconto do que a empresa tem em disponibilidades de caixa) de 264 empresas analisadas chegou a mais de R\$ 769 bilhões no final do terceiro trimestre de 2021, tendo atingido um pico de R\$ 801 bilhões nos primeiros meses da pandemia, como é apontado no Gráfico 1 (Economatica, 2011):

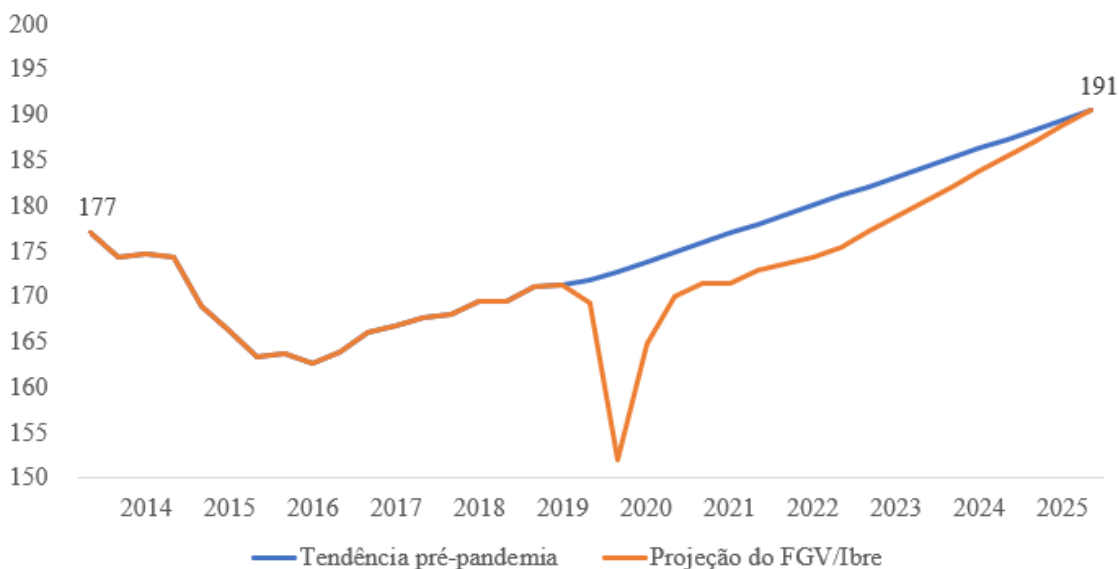
Gráfico 1 - Evolução trimestral de endividamento de empresas em Bilhões R\$



Fonte: Economativa (2021)

Desta forma, é possível entender que os últimos anos afetaram a economia do país de maneira severa e a perspectiva de melhora não é realidade a curto prazo. De acordo com a coordenadora do Boletim Macroeconômico da FGV, Silvia Matos, a recuperação será lenta e somente em 2025 a economia voltará ao patamar da tendência de crescimento apresentada em 2017/2019, como é apresentado no Gráfico 2:

Gráfico 2 - Projeção da recuperação econômica (PIB) em número índice



Fonte: Matos (2021)

O processo de avaliação de crédito para estabelecer uma pontuação que dita quanto uma empresa pode receber é chamado de *credit scoring* e é crucial no processo de

decisões gerenciais dos bancos (ABDOU, 2011). A concessão de crédito inclui a reunião de dados, análise e classificação de diferentes elementos e variáveis que ditam o crédito, entre elas a competição e performance da companhia no mercado em que está inserida. Dada a complexidade de conseguir e tratar tantos dados, o processo de *credit scoring* é inevitável para que bancos consigam padronizar as situações das milhares e diversas Companhias que solicitam linhas todos os meses.

2.2. Concessão de crédito

Na busca pelo entendimento completo do processo de concessão de crédito, é importante definir o termo *credit scoring* separando seus dois componentes: *credit* e *scoring* (ANDERSON, 2007). Primeiro, crédito pode ser definido simplesmente como a compra de algo no presente e tendo seu pagamento feito no futuro, seja no curto ou longo prazo. Já *scoring* pode ser traduzido como pontuar, ou seja, trata-se de “utilizar ferramentas numéricas para classificar e ordenar casos de acordo com suas qualidades reais e percebidas por quem analisa para entender suas diferenças e garantir decisões objetivas e consistentes em relação a cada caso”. Desta forma, seja através de um sistema de *ranking* numérico ou alfabético, o processo de pontuação de crédito pode ser definido brevemente como “o uso de modelos estatísticos para transformar dados relevantes em medidas numéricas que guiam a concessão de crédito”. É este processo minucioso que visa quantificar o risco de o mutuário (que é tomador do crédito) não conseguir pagar o dinheiro tomado (GUP & KOLARI, 2005), o que permite, por sua vez, determinar características como prazos, montante e juros de cada empréstimo. Toda a busca por objetividade, agilidade e consistência é guiada pelo crescimento rápido e constante da economia globalizada e, de maneira alinhada, vários modelos de pontuação de crédito foram surgindo ao longo do tempo (LEWIS, 1992).

Tendo em mente a ideia principal do que trata o mercado de crédito e sua situação no contexto nacional, é interessante compreender alguns dos tipos de produtos que existem disponíveis para a contratação de empresas. Tais produtos, ou linhas de crédito, variam com necessidade a curto, médio e longo prazo da companhia e se ela importa/exporta algum produto ou insumo. Prazos, taxas e condições de concessão de crédito variam de acordo com a instituição financeira e a tomadora, contudo, os principais produtos que são encontrados no mercado podem ser divididos da seguinte maneira,

utilizando como referência os produtos oferecidos pelo banco Citi, no qual foi feito estágio especificamente na área de concessão de crédito:

- Antecipação de recebíveis: nesta modalidade de produto, o banco antecipa o que a empresa tem a pagar com seus fornecedores. Desta forma, a contratante da dívida pode manter dinheiro em caixa e ter seus fornecedores pagos, flexibilizando prazos, reduzindo custos de compras/aquisições de bens e assegurando boa relação com tais fornecedores;
- Empréstimo em moeda local e empréstimo em moeda estrangeira: são produtos simples voltados para a manutenção do capital de giro das empresas, ou seja, são produtos que garantem que as obrigações a curto prazo não superem os direitos a curto prazo, neste caso através do aumento do caixa da empresa pelo empréstimo em moeda local ou estrangeira;
- Financiamento de vendas: similarmente à antecipação de recebíveis, ao contratar uma operação de vendas, o banco financia vendas de bens e serviços da empresa, que recebe à vista, enquanto os clientes obtêm prazos e taxas pré-definidas. Desta forma, a empresa consegue ter dinheiro em caixa para continuar com suas operações sem ter a necessidade de esperar a realização de seus recebíveis;
- Fiança: é um produto que pode cobrir diversos tipos de obrigação, não somente aquelas com fornecedores e clientes, como obrigações financeiras, judiciais, tributárias e admissão temporária de bens;
- *Leasing* (arrendamento mercantil): crédito de longo prazo voltado à aquisição de ativos imobilizados, como imóveis. Através deste produto, o banco compra o ativo alvo à vista e arrenda-o para a empresa, como no caso de um financiamento de um imóvel para pessoa física;
- Crédito rural: é uma modalidade de produtos que busca suprir as necessidades de custeio e investimento agrícola ou pecuário de cooperativas e agroindústrias;
- Financiamento comércio exterior: existem vários produtos dentro desta modalidade, porém, em suma, todos visam financiar a importação ou exportação de bens para empresas que precisam de tais financiamentos, de maneira similar a linhas de antecipação de recebíveis e financiamento de vendas.

Todas estas modalidades de crédito e financiamento variam em relação a prazo e juros de acordo com a situação de cada empresa e de cada banco que oferece o produto. Este tipo de linha é vital para todas as empresas privadas, pois atua na manutenção de suas operações, mesmo em casos que a empresa gere muito caixa. Em todas as decisões gerenciais, financiamentos são necessários para bons planejamentos financeiros.

2.3. Índices financeiros

Em primeiro momento, é importante entender o que são indicadores de performance. Comumente conhecidos como KPIs (*Key Performance Indicators*), estes são cruciais para acompanhar o desenvolvimento de companhias, tanto os financeiros, quanto não financeiros. Para planejar uma estratégia sustentável de desenvolvimento e crescimento, por exemplo, KPIs financeiros são indispensáveis. A partir destes, a gerência consegue identificar as melhores formas de gerar valor ao investidor e se coordenar para reconhecer e administrar riscos (STRELNIK, 2015). Atender obrigações de dividendos e pagamento de financiamentos é planejado a partir de indicadores como crescimento de receita e EBITDA.

A empresa de consultoria KPMG, uma das com presença mais forte nesse mercado, estabelece os seguintes pontos necessários para a elaboração de KPIs através de seu guia oficial, que usam em suas consultorias:

- Quantos indicadores?
 - A quantidade de indicadores não é tão importante quanto esclarecer como cada um deles é importante para gerenciar a companhia. Como média empírica, a KPMG estabelece entre quatro e dez indicadores.
- Divisão por segmento ou grupo?
 - Empresas podem fazer negócio em diferentes segmentos. Por isso, é importante que reportem seus KPIs da maneira que faz mais sentido dentro de seu contexto, não se restringindo a indicadores gerais referente a todo grupo.
- Quão rígida deve ser a escolha?
 - Com o tempo, uma empresa pode mudar e KPIs podem se tornar irrelevantes ou menos relevantes que outros novos. Por tal motivo, é importante entender o momento certo de substituir ou adicionar indicadores a seus relatórios.
- Qual a importância da confiabilidade?

- Para lidar com potenciais erros nos dados reportados pelos indicadores, o mais importante é que a empresa esclareça quais são as limitações da fonte de dados e as premissas que foram assumidas.
- Quais são os outros indicadores de performance?
 - Mesmo que as consultorias acabem desconsiderando, é sempre relevante que a companhia reporte indicadores internos e específicos de seu negócio, assim como suas definições e cálculos.

Dentro do contexto de concessão de crédito, a instituição financeira que concede o crédito definirá os valores dos KPIs de acordo com os relatórios financeiros apresentados. Existem indicadores gerais pré-estabelecidos pelos bancos que permitem padronizar o processo de concessão de crédito. Com alguns indicadores baseados no balanço, fluxo de caixa e demonstração de resultados do exercício (DRE), a financeira pode mensurar indicadores e fazer uma análise de crédito considerando o contexto do mercado em que a companhia está inserida. Cada banco terá benchmarks e indicadores específicos, mas muitos são comuns ao processo de todas e podem ser divididos nas seguintes categorias:

1. Índices operacionais;
2. Índices de capacidade de pagamento;
3. Índices de estrutura de capital e endividamento;
4. Índices liquidez e atividade.

2.3.1. Índices operacionais

Os primeiros índices analisados são aqueles que se referem à performance operacional da companhia:

- **Crescimento de receita líquida:** um dos primeiros fatores analisados quando se trata da saúde financeira de uma empresa é o crescimento da receita líquida da empresa. Se trata da receita bruta após as deduções relacionadas a impostos e outras particularidades que impactam diretamente o recebimento do ativo financeiro, como devoluções ou cancelamentos. Rowe e Mason (1987) apontam que o uso de descrições numéricas na forma de indicadores financeiros é muito útil para indicar até qual ponto as metas de receita e lucro foram atingidas. Desta

forma, analisar o crescimento de receita ano a ano é uma das primeiras e mais intuitivas formas de descrições numéricas.

É muito importante que a companhia apresente um crescimento constante ao longo dos anos. Para se enquadrar em um quadro sustentável, a empresa deve apresentar um aumento percentual sempre maior ou igual àquele do período anterior. Se, por exemplo, houve um aumento de 33% entre dezembro de 2018 e dezembro de 2019, o ideal é que seja apresentado um aumento superior ou igual a 33% entre dezembro de 2019 e dezembro de 2020. Se houve desaceleração no crescimento da receita líquida, é importante entender o contexto, como surgimento de um novo competidor, inflação ou a própria pandemia, que impactou negativamente inúmeros mercados.

Equação 1 - Crescimento de receita líquida

$$\text{Crescimento de receita líquida} = \text{Receita líquida 2} - \text{Receita líquida 1}$$

- **Margem EBITDA:** sendo o segundo índice operacional mais comum, tem como foco o EBITDA, que é o lucro acumulado antes do impacto de despesas/receitas financeiras, depreciação, amortização e impostos (principalmente impostos de renda, constituídos pela Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e pelo Imposto de Renda de Pessoa Jurídica). Dividindo o EBITDA pela receita líquida, temos a margem. Ela representa a eficiência operacional da empresa, pois é o percentual da receita que sobrou após a dedução de despesas operacionais e do custo sobre a mercadoria vendida ou sobre os serviços prestados.

Um aumento na margem EBITDA é muito positivo para a empresa e pode compensar uma eventual diminuição no crescimento da receita líquida. Por exemplo, se o aumento da soma de custos e despesas operacionais for inferior ao aumento da receita líquida, a margem EBITDA pode ser maior, pois a empresa conseguiu compensar a queda no crescimento de receita líquida.

Equação 2 - Margem EBITDA

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida}}$$

2.3.2. Índices de capacidade de pagamento

Os índices de capacidade de pagamento da empresa estão diretamente relacionados às contas do fluxo de caixa. Sua análise tem como objetivo entender se a empresa tem a possibilidade de se manter ativa sem necessariamente tomar dívidas. Uma companhia com bons índices de pagamento consegue comprar seu estoque, pagar seus funcionários e assumir quaisquer outros gastos (operacionais, de investimento e até dividendos) sem capital de financeiras. É importante notar que, mesmo com ótimos índices, a maioria das empresas toma linhas de empréstimos para manter sua estabilidade financeira. Os bancos não oferecem somente o capital, mas o apoio para realizar operações (como as cambiais), além de possibilitarem que o dinheiro da empresa fique investido e renda acima dos juros pelos quais tomou dinheiro.

- **Fluxo de Caixa Operacional (FCO):** o Caixa de operações é composto por várias contas das demonstrações financeiras, considerando a DRE e o balanço. Em primeiro lugar, o índice considera a soma do Lucro Líquido e da Depreciação, uma vez que depreciação não é um gasto de dinheiro, mas um conceito contábil de desvalorização de ativos, logo não afeta o caixa. Já em relação a fatores que envolvem o balanço, temos a seguinte relação:
 - **Reversão de eventos não recorrentes:** este fator trata de eliminar do FCO tudo que não é recorrente nas operações da empresa. Desta forma, para calcular a linha, itens que não aparecem regularmente no balanço (como reservas para arcar com devedores duvidosos) e na DRE (como receitas/despesas não operacionais, financeiras, imposto de renda e lucros de operações descontinuadas) tem seus valores negativos somados.

Equação 3 - Reversão: Itens não operacionais e não monetários

$$\text{Reversão} = -\sum(\text{Itens da DRE não recorrentes} + \text{Itens do Balanço não recorrentes})$$

- **Variação em contas a receber:** o valor de contas a receber/recebíveis representa quanto dos ativos da empresa estão em forma de dívidas que podem ser cobradas de clientes. Este fator considera a diferença dos valores de dois períodos sequenciais. Desta forma, se a empresa diminuiu suas contas a receber, por exemplo, significaria que tem mais dinheiro em seu caixa operacional, melhorando o índice.

Equação 4 – Variação em recebíveis

$$\text{Variação em recebíveis} = \text{Recebíveis 1} - \text{Recebíveis 2}$$

- **Variação em estoque:** similar ao fator anterior, se a companhia diminuiu seu estoque entre dois períodos, a variação de estoque é positiva, uma vez que na conta final de FCO, significa que o estoque foi vendido e pode ser traduzido como mais dinheiro no caixa operacional.

Equação 5 – Variação em estoque

$$\text{Variação em estoque} = \text{Estoque 1} - \text{Estoque 2}$$

- **Variação em contas a pagar:** para este fator, ao contrário dos dois últimos, uma diferença positiva dos valores de contas a pagar entre anos beneficia o caixa operacional diretamente. Se a empresa tem mais contas a pagar com seus fornecedores, significa que usou menos dinheiro para financiar suas operações, mesmo que tenha assumido dívidas.

Equação 6 – Variação a pagar

$$\text{Variação a pagar} = \text{Contas a pagar 2} - \text{Contas a pagar 1}$$

- **Variação em outras contas operacionais:** este último fator combina o raciocínio dos três últimos, focando nas outras contas operacionais do balanço. Um aumento da diferença entre períodos no passivo, beneficia o caixa operacional, enquanto um aumento no ativo, prejudica. Se houve aumento em outras contas operacionais no ativo (por exemplo em impostos diferidos), afeta negativamente o caixa operacional, pois tira do que foi gerado e poderia estar no caixa. Analogamente, um aumento das mesmas contas no passivo afeta positivamente o caixa operacional.

Equação 7 – Variação líquida em outros ativos/passivos operacionais

$$\text{Variação líquida em outros operacionais} = \sum(\text{Outros ativos 1} - \text{Outros ativos 2} + \text{Outros passivos 2} - \text{Outros passivos 1})$$

A soma de todos os fatores listados com a soma do Lucro Líquido e da Depreciação do período analisado resulta no FCO da companhia.

Equação 8 - FCO

$$\text{FCO} = \text{Lucro líquido} - \text{Depreciação e Amortização} + (3) + (4) + (5) + (6) + (7)$$

- **Fluxo de Caixa Livre (FCL):** além de entender o valor de caixa operacional disponível para a empresa, é necessário considerar o impacto de outras contas significativas do fluxo de caixa. CAPEX (*Capital Expenditures*) é o valor investido pela empresa na expansão de seu negócio, seja por compra de novos centros de distribuição, lojas ou maquinário. Já juros pagos, se trata dos juros assumidos pela empresa. Ao subtrair o CAPEX e juros pagos do valor do FCO (8), temos o FCL, ou seja, se trata do capital livre que a empresa possui e indica se suas operações conseguem suprir sua tendência de expansão e investimentos.

Equação 9 - FCL

$$FCL = (8) - CAPEX - Juros Pagos$$

- **Fluxo de Caixa Alavancado (FCA):** por fim, este índice analisa quanto capital há disponível após o pagamento de outra linha fundamental do fluxo de caixa: dividendos. Estes são obrigações da empresa com sócios. Assim como para o FCL (9), o FCA positivo indica que o caixa operacional após ser suficiente para suprir as necessidades de expansão do negócio, também foi suficiente para pagar sócios.

Equação 10 - FCA

$$FCA = (9) - Dividendos$$

2.3.3. Índices de estrutura de capital e endividamento

A liquidez da empresa está diretamente relacionada com as dívidas tomadas com agentes superavitários. Quanto menores seus valores de endividamento, melhor para a empresa, considerando que seus outros índices estejam adequados, pois indica que a companhia está conseguindo se manter somente com o que gera a partir de suas operações. Contudo, tomar dívidas não é malvisto, desde que esteja coerente com os valores tomados por outras empresas do mesmo mercado. Em primeiro momento, é importante entender tais valores e índices:

- **Dívida de curto prazo:** a porção de curto prazo da dívida é aquela, no geral, assumida com um prazo menor ou igual a um ano. Nesta divisão, também é alocada parte das dívidas de longo prazo com prazo de vencimento inferior a um ano.
- **Dívida de longo prazo:** é a dívida com prazo superior a um ano assumida pela empresa.
- **Dívida Líquida:** para chegar à dívida líquida, é preciso somar todas as dívidas da empresa, independente do prazo e subtrair as disponibilidades de caixa e

aplicações financeiras do ativo circulante do balanço. Desta forma, é possível chegar ao valor total de dívidas que não poderia ser coberto pela empresa imediatamente, sem a venda de ativos.

Equação 11 - Dívida Líquida

$$\begin{aligned} \text{Dívida Líquida} \\ = \sum (\text{Dívidas de longo e curto prazo} \\ - \text{Caixa e Equivalentes de Caixa}) \end{aligned}$$

- **Dívida Líquida/EBITDA:** também conhecido como alavancagem, este índice representa quantas vezes a dívida líquida do período analisado é superior ao EBITDA da empresa. Ou seja, um índice inferior a 1x significa que o resultado operacional da empresa é suficiente para cobrir as dívidas. Já um índice superior a 1x, indica que a dívida é maior do que a quantia que a empresa consegue gerar pelas suas operações.

Entendendo os índices, é importante como a dívida pode ser aceitável. Supermercados de médio porte, por exemplo, são pouco alavancados, com índices de alavancagem abaixo de 1x. Isso significa que qualquer supermercado que destoe dessa média deve ser analisado com mais cautela. Ao mesmo tempo, uma exportadora de café, que necessita de muitas operações de câmbio, pode chegar a 4x em alavancagem e está coerente com a média do mercado. Portanto, os índices de liquidez devem ser analisados levando em conta o contexto da empresa e do mercado, ainda mais do que os outros índices.

2.3.4. Índices de liquidez e atividade

Liquidez é definida como a capacidade de um estoque de bens duráveis de reservar valor (VILLAÇA, 1969). No contexto de uma empresa, este fator representa o “grau de certeza em relação ao valor esperado” na realização do ativo ilíquido. Desta maneira, é possível estabelecer o seguinte índice:

- **Índice de liquidez:** o índice de liquidez é definido através da razão do ativo líquido sobre o passivo líquido. Assim, valores superiores a 1x representam a

capacidade da empresa de cobrir suas obrigações de curto prazo a partir da realização dos seus direitos e bens líquidos. Analogamente, valores superiores a 1x indicam que a empresa não tem capacidade de cobrir seus deveres a curto prazo e a maior parte de seus ativos estão alocados no longo prazo, seja em investimentos, direitos ou bens tangíveis (ativo imobilizado).

Equação 12 - Índice de liquidez

$$\text{Índice de liquidez} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$$

Para a maior parte dos mercados analisados, é preferível que a empresa tenha um índice de liquidez superior a 1x. Desta forma, a ameaça de possíveis instabilidades e imprevisibilidades ocasionais é entendida como mitigada pela capacidade de pagar suas obrigações de curto prazo com seus direitos a curto prazo, principalmente com seu caixa e realização de contas a receber de clientes.

Além do índice de liquidez, também é crucial entender o tempo do giro de caixa. O tempo do fluxo do giro traz à tona que o tempo de operação da empresa não é instantâneo, dependendo da duração do processo produtivo e dos prazos estabelecidos pela estratégia de pagamentos e recebimentos. Para tanto temos o seguinte índice:

- **Ciclo de Conversão de caixa (CCC):** o ciclo de conversão de caixa é definido como o tempo (em dias) que a companhia leva desde o desembolso para a aquisição de sua matéria prima dos fornecedores, até o momento que recebe pela venda ao cliente final. Assim, o total de dias representa quanto tempo o dinheiro da empresa está fora de sua conta para cumprir suas operações, ou seja, o tempo do fluxo do capital de giro. O cálculo do índice fica da seguinte forma:

Equação 13 - Ciclo de Conversão de caixa

$$CCC = \text{Dias de Estoque} + \text{Dias a receber} - \text{Dias a pagar}$$

Sendo que:

- **Dias de estoque:** estimativa dos dias que o estoque ficou na empresa, obtida pela razão do valor de estoque no balanço sobre o custo da mercadoria vendida, com o total multiplicado pela quantidade de dias do período ao qual a DRE se refere (Custo da Mercadoria Vendida, CMV):

Equação 14 - Dias de estoque

$$Dias\ de\ estoque = \frac{Estoque}{CMV}$$

- **Dias a receber:** estimativa dos dias que o estoque ficou na empresa, obtida pela razão do valor de contas a receber no balanço sobre a receita líquida, com o total multiplicado pela quantidade de dias do período ao qual a DRE se refere:

Equação 15 – Dias a receber

$$Dias\ a\ receber = \frac{Contas\ a\ receber}{Receita\ líquida}$$

- **Dias a pagar:** estimativa dos dias que o estoque ficou na empresa, obtida pela razão do valor de contas a pagar no balanço sobre o custo da mercadoria vendida, com o total multiplicado pela quantidade de dias do período ao qual a DRE se refere:

Equação 16 – Dias a pagar

$$Dias\ a\ pagar = \frac{Contas\ a\ pagar}{CMV}$$

2.4. Conclusão

Emprestar e pegar emprestado são ações talvez tão antigas na história do comportamento humano quanto o escambo e o comércio. Mesmo assim, a história do processo de concessão de crédito corporativo e *credit scoring* ainda é muito recente, tendo começado somente há cerca de sete décadas (ABDOU E POINTON, 2011). A globalização dos últimos anos e o avanço tecnológico abriram cada vez mais as fronteiras

da análise de crédito e, ao mesmo, formalizaram conceitos e índices entre financeiras. Contudo, mesmo tendo estes índices e conceitos como consensos, não analisa outras variáveis que podem ser importantes, uma vez que se abordasse todas as variáveis seria impraticável. Com a grande demanda por crédito que bancos recebem, precisam de agilidade e, com isso, correm o risco de classificar erroneamente um cliente por padronizar seu processo. Além disso, é um grande desafio estabelecer a melhor técnica para a maioria das situações: de acordo com Hand e Henley (1997): “o melhor depende dos detalhes do problema, a estrutura dos dados, as características da aplicação, até qual ponto é possível separar as classes de acordo com tais características e os abjetivos das classificações”.

Ainda, a concessão de crédito não depende exclusivamente dos números e variáveis apresentados pela área financeira da empresa, pois o contexto sempre terá enorme importância na decisão final. A financeira que emprestará o banco tem seus próprios objetivos e tipos de crédito para tipos de cliente que prevê conceder de acordo com seu planejamento estratégico e, ao mesmo tempo, cada potencial cliente faz parte de um mercado, que varia entre a região de atuação e produtos/serviços oferecidos, sem contar que cada empresa tem um histórico e uma situação atual específica.

Desta forma, apesar de se basear em todos os índices comentados, a análise de crédito não depende somente de números. É preciso entender o contexto de cada empresa e mercado para tomar qualquer decisão e esta análise de contexto é algo muito pouco formalizado. Não existem guias de perguntas a serem feitas para empresas de cada mercado potencial, incluindo o mercado de instituições educacionais. A falta de uma elaboração minuciosa de um questionário, ou fatores essenciais a serem avaliados para a análise de crédito, aliada à dependência quase total nos números para tomar uma decisão ágil, pode acabar resultando, muitas vezes, em uma classificação equivocada que prejudica quem pede o crédito, principalmente em um mercado que tem como produto das suas empresas, a formação humana.

3. PANORAMA DO ENSINO SUPERIOR BRASILEIRO

3.1. Histórico das Instituições de Ensino Superior brasileiras

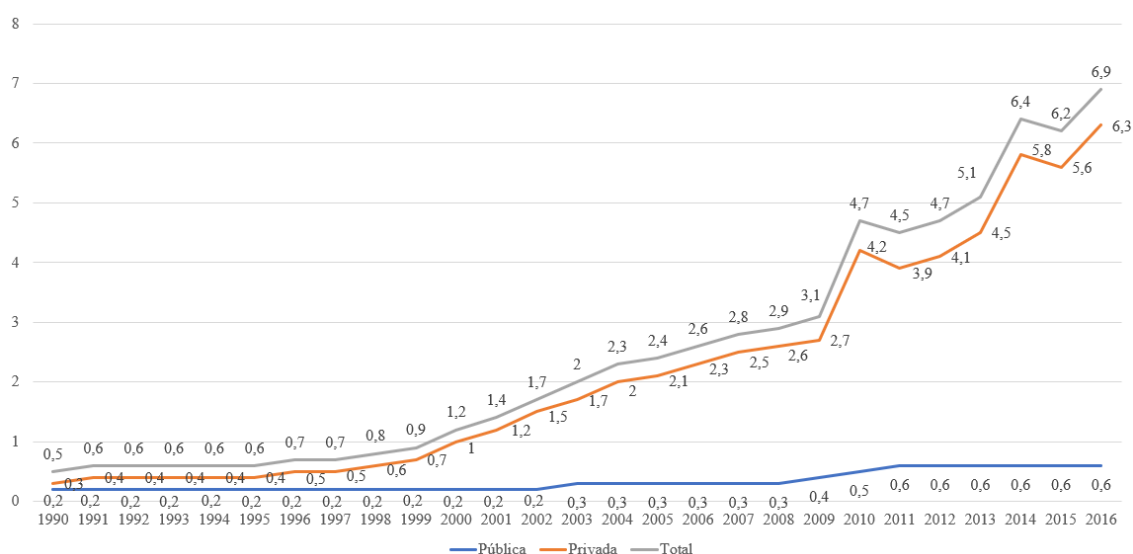
Atualmente existem grandes companhias de educação, os chamados grupos educacionais, com capital aberto e listados em bolsa. Cada um desses conglomerados possui mantenedoras, que administram as Instituições de Educação Superior (IES) sob sua gestão. Contudo, como comentado anteriormente, as instituições educacionais de ensino superior brasileiras não nasceram como companhias de capital privado. De acordo com Corseuil (2002), o debate econômico relativo à concentração de renda no país ao longo das décadas de 1970 e 1980 se baseou na carência de mão de obra com o ensino superior completo. Além disso, até meados da década de 1990, o setor de educação superior era muito pouco flexível, uma vez que a licença para operar era altamente restrita, assim como eram os tipos jurídicos das entidades liberadas pelo governo. Ou seja, só eram permitidas de operar as figuras jurídicas de direito público ou de direito privado sem fins lucrativos ou filantrópicas. Ou seja, além das universidades, faculdades e quaisquer outras IESs públicas, a educação superior no país contava somente com empresas privadas que não visavam lucro.

De acordo com Paula Caleffi em seu livro *Universidades S.A.* (2017), este cenário restrito, aliado à crescente demanda no mercado de trabalho por profissionais capacitados e à demanda de jovens formados no ensino médio por vagas em IESs, culminou na promulgação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação (LDB) em 1996. Esta lei permitiu a criação de centros universitários, definidos como entidades que “atuavam em áreas específicas do conhecimento, sem a necessidade de abrangência pluridisciplinar das universidades, nem da intensa produção de pesquisa que recai sobre elas” e permitiu que se tornassem empresas com fins lucrativos. Com a criação destes centros, dois pontos principais afetaram o mercado:

- As exigências do MEC em relação ao corpo docente (titulação e regime de trabalho) se tornaram mais brandas, o que permitiu às IES que procurassem oportunidades de diminuir o custo da sua operação;
- Foi dada autonomia aos centros com relação à criação de cursos e aumento de vagas, permitindo maximizar sua receita de acordo com sua capacidade operacional;

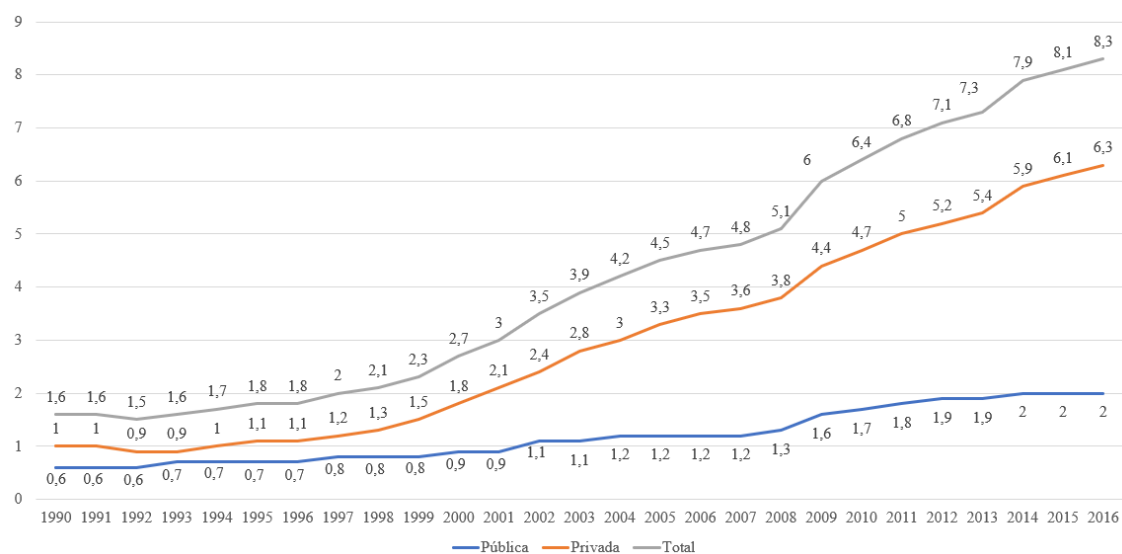
O maior resultado da LDB foi a lei que viria três anos depois: Lei 9.870/1999, conhecida popularmente como Lei das S.A. da Educação. Como o apelido sugere, essa lei viabilizou o surgimento de empresas com fins lucrativos no setor de educação superior listadas na bolsa de valores. Com essa mudança, a criação de IESs foi tamanha que entre 1998 e 2008, as matrículas em centros universitários cresceram 346,4%. A oferta de vagas, assim como as matrículas, estavam estagnadas e passaram a crescer de forma muito acelerada, principalmente a partir de 1998, como mostram os gráficos 4 e 5 abaixo (Caleffi, 2017):

Gráfico 3 - Matrículas em universidades públicas e privadas em milhões



Fonte: Caleffi (2017)

Gráfico 4 - Oferta de vagas em universidades públicas e privadas em milhões



Fonte: Caleffi (2017)

A possibilidade de abertura de capital em bolsa acarretou o surgimento de grandes grupos empresariais como foco na sustentabilidade empresarial, que não se atém somente à econômica, por isso anda lado a lado com o nível de qualidade do serviço. Mas isto nem sempre foi senso comum dentro das instituições e, para chegar a este nível de consciência corporativa, as empresas de *private equity* que assumiram os serviços de consultoria dessas instituições precisaram alinhar alguns pontos, como detalha Caleffi em seu livro:

- Foi preciso estabelecer uma divisória entre funções tradicionais do mercado, como reitores, coordenadores e professores, e funções administrativas, como CEOs e diretores executivos. Estes últimos, conhecidos como Diretoria Executiva, são os que efetivamente tomam as decisões, enquanto os primeiros seguem como representantes no meio acadêmico. Em muitas instituições, reitores assumem o papel de diretor executivo acadêmico para garantir que contenham o poder de decisão sobre questões acadêmicas;
- Para garantir a diligência da instituição, missão, visão e valores também foram definidos e acordados entre os integrantes da instituição. Na mesma linha, foi realizado um planejamento estratégico com metas determinantes para os planos de ação em cada um dos níveis do organograma da empresa, garantindo o alinhamento dos objetivos da empresa, além de uma maneira de medir sua performance ao longo do tempo;
- A definição de métodos de avaliação da qualidade de educação buscada também foi estabelecida. Como os cargos executivos nem sempre são compostos por profissionais do mercado educacional, é crucial ter alguma maneira de avaliar se a educação está de acordo com o padrão almejado;
- Além da avaliação do ensino através dos alunos, também é importante institucionalizar a avaliação dos professores pelos alunos. Este fator não é somente importante para a sustentabilidade das IESs, como é uma exigência do MEC com todas as instituições. Tão importante é este elemento, que alguns grupos instituíram a remuneração variável até o nível dos docentes.
- Por fim, é importante entender o mercado que a instituição atende. Para tanto, foram desenvolvidos estudos e pesquisas para identificar necessidades, hábitos e desejos do público-alvo. Um dos achados mais explícitos foi de que boa parte do público é composto por alunos de terceira jornada, ou seja,

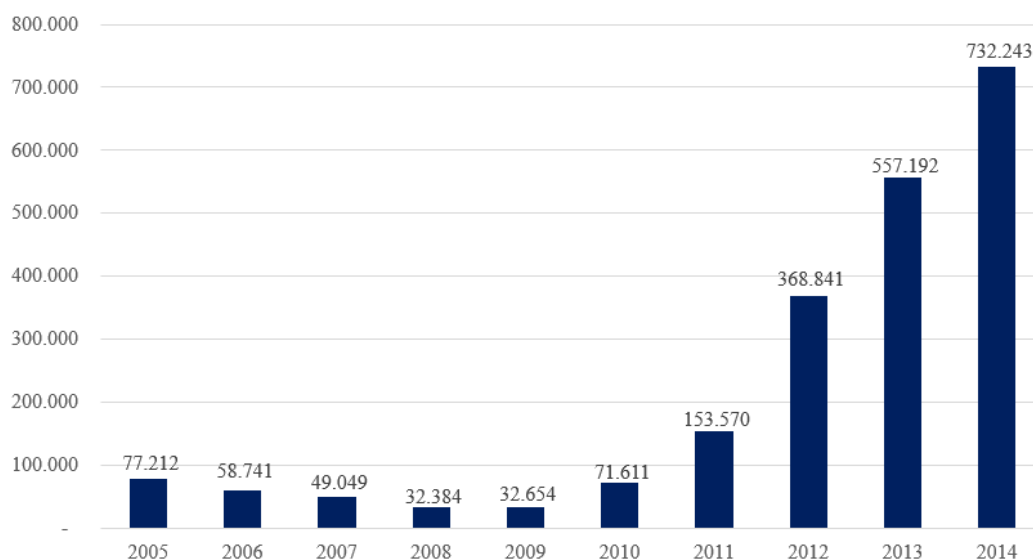
alunos que já trabalham durante o dia e assistem às aulas no terceiro turno (período noturno). A educação, portanto, deve ser adequada a esse público.

3.2. Programas sociais de inclusão do governo

O Governo Federal tem programas sociais de inclusão oferecidos a alunos ingressantes em universidades privadas e um dos fatores responsáveis pela desaceleração do mercado de ensino superior (assunto que será aprofundado no capítulo seguinte) é o corte/limitação de verbas dos principais programas de permanência estudantil: FIES (Fundo de Financiamento ao Estudante de Ensino Superior) e PROUNI (Programa Universidade para Todos) no início da pandemia (2020). Paralelamente, o governo vem tentando incentivar o mercado por meio de políticas de expansão desses programas. Logo, é interessante explorar como cada programa funciona e quais são seus históricos.

O FIES foi instituído em 1999 como um programa de financiamento do ensino superior em IES privadas que se baseia no princípio de defender “a ideia de ascensão social e aumento de competitividade econômica do país” (CAMPOS, 2020). Pelo programa, os estudantes conseguem assumir dívidas de matrícula reduzidas e efetuam o pagamento somente após finalizarem a graduação. De 2005 a 2010, o programa perdeu suas proporções, chegando a fornecer somente 32.654 contratos no último ano. Contudo, voltou a ganhar verbas e em 2014 chegou a atender 732.243 estudantes sem condições de financiar seus estudos de maneira convencional, como aponta o Gráfico 5:

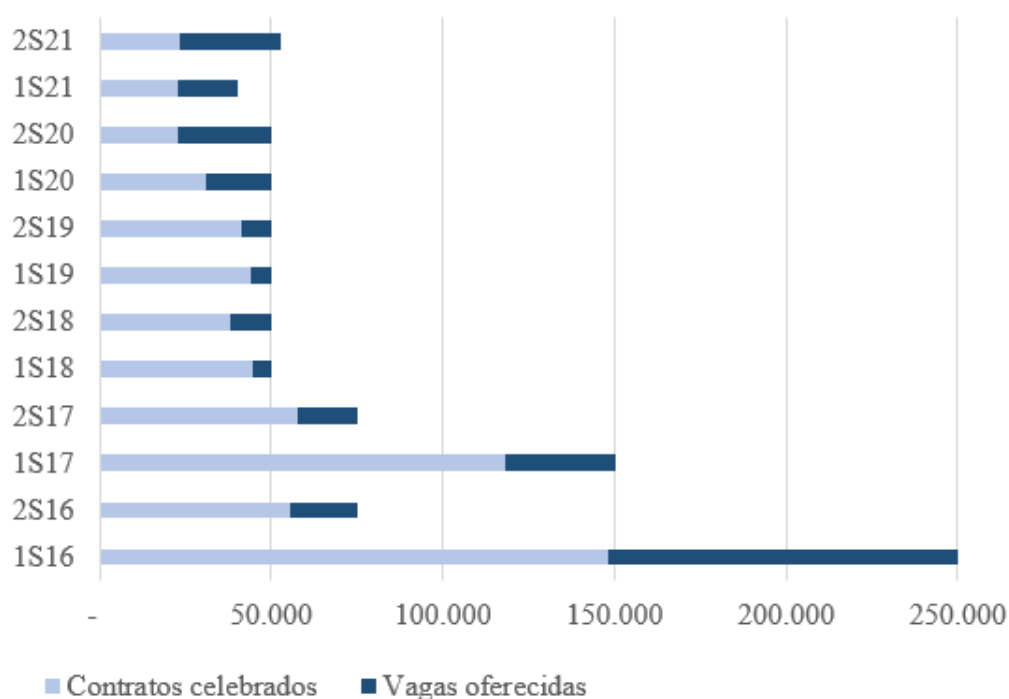
Gráfico 5 - Contratos Fies



Fonte: Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (2022)

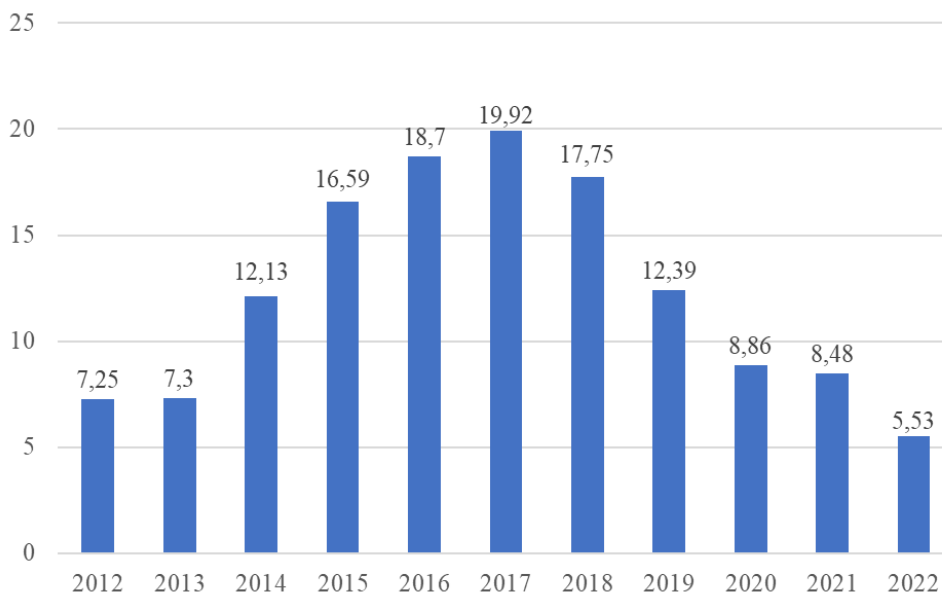
O programa contempla as parcelas da população que têm acesso restrito ao crédito e mitiga os impactos do Estado não ter condições de abrir novas vagas em universidades públicas de maneira proporcional ao crescimento da demanda. Contudo, é relevante notar que, por não terem 100% do financiamento garantido, muitos acabam tendo que abdicar das vagas conquistadas por não conseguir arcar com os custos do curso. Com isso, o orçamento do programa vem se adequando a esse contexto com o passar dos anos, como apontam os gráficos 6 e 7:

Gráfico 6 - Ocupação de vagas oferecidas FIES



Fonte: Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (2022)

Gráfico 7 - Recursos do Fies em bilhões de reais



Fonte: Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (2022)

Paralelamente, o ProUni também foi criado no início do século XXI como uma resposta à necessidade de aumentar o acesso ao ensino superior da população brasileira e uma diminuição das disparidades sociais a fim de sustentar a defasagem da oferta de vagas em universidades públicas. Pelo ENEM, o programa viabiliza que o candidato concorra a uma bolsa integral em uma IES particular caso comprove renda familiar bruta mensal de até um salário-mínimo e meio por pessoa.

Durante o início de 2020, devido à instauração da pandemia no país, o MEC prorrogou os períodos das listas de espera dos dois programas de inclusão. A medida visou minimizar os prejuízos trazidos pelo estado de quarentena, dando mais prazo para os alunos, uma vez que muitas IES particulares estavam fechadas. Como consequência da medida, as IES enfrentaram um corte das verbas que recebiam do governo por meio dos programas. Com a retomada progressiva da normalidade nas IES, o governo começou a aplicar políticas de expansão nesses programas, mas, como comentado, as consequências econômicas da pandemia acarretaram a diminuição substancial de vagas oferecidas.

3.3. Desdobramentos da transição e busca pelo sucesso de IES

Apesar da melhora pela na oferta de vagas e número de matrículas, como apontado nos gráficos 3 e 4, muitos pontos ainda necessitam de atenção. Em primeiro lugar, alcançar o lucro e viabilizar a listagem em bolsa não são diretamente proporcionais ao

aumento da qualidade educacional superior. Realizar um *IPO* (*Initial Public Offering*) exige muito da administração da Companhia, fazendo com que a empresa atinja altos padrões de desenvolvimento gerenciais e financeiros para que seja visada por agentes do mercado financeiro (CALEFFI, 2017). Ou seja, um dos principais objetivos da empresa com fins lucrativos passa a ser apresentar relatórios financeiros saudáveis e crescimento econômico, ao mesmo tempo que deve se preocupar em oferecer o melhor serviço possível para seus alunos.

Considerando este aspecto de oferecer o melhor serviço possível, as universidades também devem se preocupar com seu público-alvo. De acordo com um estudo do Núcleo de Pesquisas de Ensino Superior da USP relativo ao ingresso em faculdades públicas, “há uma vantagem relativa dos que cursaram escolas particulares e ou são membros dos grupos sociais com maior renda em todas as carreiras” (LIMONGI, 2002). Pensando nessa afirmação, é possível entender que existe uma diferença em relação ao conteúdo adquirido ao longo dos ensinos fundamental e médio entre o público ingressante em cursos públicos e particulares. Desta forma, as IES privadas, assim como as públicas, devem montar suas estruturas de curso pensando nas melhores metodologias de ensino para nivelarem o conhecimento de seus alunos com os de outras universidades. Retomando o que foi citado no primeiro capítulo do trabalho, um dos principais focos das instituições deve ser a motivação intrínseca de seus alunos.

Ainda sobre os desafios com o público-alvo, de acordo com dados do Mapa do Ensino Superior no Brasil 2020, divulgado pelo Instituto Demesp, 61,8% dos alunos matriculados em um curso de ensino superior da rede privada também trabalham. Seja pela busca da formação de um currículo profissionalizante já dentro do contexto de trabalho que estão inseridas, seja pela busca por uma nova carreira, é importante que a Instituição saiba este tipo de dado da sua base de alunos para montar sua estrutura de aulas.

É lógico pensar que empresários que entram no mercado educacional superior visam lucros a longo prazo, pois é uma característica inata deste mercado, uma vez que o lucro vem com a construção de um serviço que atenda bem seus alunos, o que demanda tempo e esforço para construir. Portanto, há uma constante busca pela melhora em seus cursos e conversão de mais alunos, considerando que almejar o lucro rápido acabaria com qualquer negócio neste mercado. Através de boas metodologias de gestão, estes

profissionais focam em expandir o ensino para suprir a demanda que o ensino público não consegue atender e, ao mesmo tempo, não desperdiçar e utilizar recursos com eficácia.

Concluindo, Sguisardi (2015) aponta que há uma clara problemática em relação a transição do tratamento do conhecimento como mercadoria, ou seja, com a transição do ensino público, para o privado:

Jamais como hoje a universidade foi pensada como parte da economia. Jamais como hoje o conhecimento, a ciência e a tecnologia foram tão valorizados como mercadoria capital a ser apropriada hegemonicamente pelas grandes corporações globalizadas e no interesse dos países centrais. Se o diagnóstico neoliberal aponta a falta de competitividade como a grande fragilidade da economia, na crise do Estado do Bem-Estar, é essa característica-chave da empresa econômica e do mercado que, aos poucos, vai se implantando na universidade e tornando-se constitutiva de sua identidade. A ideia de uma universidade organizada e gerida nos moldes empresariais, trabalhando com uma semimercadoria no quase-mercado educacional está cada vez mais presente no discurso e nas práticas oficiais das políticas públicas de educação superior. (SGUISARDI, 2015, p.215).

Por essa afirmação, a universidade privada é muitas vezes gerida nos moldes empresariais, tornando a educação, seu serviço oferecido, uma semimercadoria. Isso deve ser sempre levado em consideração pelas instituições, uma vez que o conhecimento tem complexidade que ultrapassa de outros serviços mais simples, por se tratar da formação de um profissional.

O grande desafio das IES privadas é a conciliação das necessidades administrativas (manutenção de caixa e ampliação do serviço, por exemplo) com as acadêmicas (metodologias de ensino, time docente e materiais, por exemplo). No artigo “Acesso E Permanência No Ensino Superior Brasileiro – Há Superdimensionamento Da Oferta?” (2004) dos doutores Fernanda Queiroz e Jamerson Queiroz da UFSC, é afirmado:

Visto que, a expansão recente do ensino superior tem elevado a competitividade no setor, percebe-se que as universidades - dadas as exigências da legislação no que se refere à qualificação docente, ensino, pesquisa e extensão - não têm condições de competir por preços. Torna-se imperioso implantar estratégias e ações numa visão holística, fazendo com que

os setores acadêmicos e administrativos enxerguem o mesmo caminho para as instituições. (QUEIROZ & QUEIROZ, 2004, p.09).

Da complexidade do alinhamento de necessidades acadêmicas e administrativas, surge a proposta de se ter uma análise de crédito que contemple esses dois âmbitos da Instituição de Ensino Superior. Entender que o produto das companhias é a formação humana, reforça a importância de avaliar quão bem os alunos estão sendo atendidos para que o sucesso a longo prazo da Companhia seja mais certo.

3.4. Conclusões do cenário atual e concessão de crédito para IES

Em uma de suas obras, a jornalista Jennifer Washburn (2006) aponta que, ao considerar a universidade no âmbito corporativo, a penetração das forças de mercado resultante da privatização de instituições de ensino superior pode ir ao caminho oposto da mentalidade da pesquisa acadêmica, voltada ao desenvolvimento de novos conhecimentos e do pensamento abstrato e questionador. Ou seja, Washburn reforça o ponto de que as necessidades empresariais e acadêmicas de uma instituição de ensino superior não andam naturalmente em conjunto, mas devem ser consideradas simultaneamente no processo decisório de iniciativas e investimentos das IES.

Deste ponto vem a importância de avaliar a concessão de crédito de maneira diferenciada. Apesar do mercado de instituições de ensino superior compartilhar os índices de saúde financeira apresentados no segundo capítulo deste trabalho, fatores operacionais específicos são fundamentais para o sucesso de uma universidade ou centro universitário. A diretoria executiva, o corpo docente, a infraestrutura educacional, entre muitos outros fatores, devem ser explicitados de modo a não conceder capital a uma empresa insustentável que visa o lucro a curto prazo e não se preocupa em levar o melhor ensino ao seu público-alvo. Um dos pontos mais importantes a ser avaliado dentre tudo que foi discutido neste capítulo, deve ser a satisfação dos alunos. Retomando Christensen, o objetivo das instituições de ensino deve ser alcançar a motivação intrínseca sobre o aprendizado, fazendo com que os alunos não curse anos de faculdade por necessidade, mas por gosto ao curso em si, baseado em metodologias e inovações educacionais adequadas.

4. ANÁLISE PARA CONCESSÃO DE CRÉDITO NO MERCADO DE ENSINO SUPERIOR

4.1. Contextualização do mercado de ensino superior durante e pós-pandemia da Covid-19

A pandemia causada pela Covid-19 em 2020 trouxe enormes desafios para o ensino superior de maneira global. No artigo “Ensino Superior em Tempos de Pandemia: Diretrizes à gestão universitária” (2020), os autores de diversas universidades federais trazem dados da UNESCO (Organização das Nações Unidas para Educação, Ciência e Cultura) relativos à pandemia, os quais revelam que 91% dos estudantes do mundo tiveram suas atividades de ensino presenciais interrompidas. Além disso, também relatam que no início de maio de 2020, 89,4% das universidades federais estavam com as atividades de ensino suspensas e, até a metade do ano, 78% das IES privadas contavam com aulas por meios digitais e 22% delas optaram por suspender as aulas. Em suma, a turbulência do período causou desordem e necessidade de inovação neste mercado, principalmente em relação a métodos de ensino e tecnologias adequadas à modalidade de Ensino à Distância.

Considerando este contexto e com o objetivo de compreender quais fatores financeiros e operacionais são mais relevantes para o sucesso de empresas no mercado de ensino superior atual, é interessante entender o desempenho financeiro de IES privadas ao longo de 2021 e 2022. Para tanto, é possível se basear em grandes empresas de investimento que proveem análises setoriais dos mercados. Para este trabalho, foi possível obter acesso a análises de um dos maiores bancos de investimentos multinacionais presentes no Brasil, o Banco Goldman Sachs. As análises intituladas “*Latin America Education*” dizem respeito ao cenário de desvalorização de ações das empresas do mercado educacional que ocorreu ao longo dos últimos dois anos devido aos efeitos da pandemia sobre a economia brasileira, assim como a retomada das ações ao longo do ano de 2022.

Sob tal contexto, considerando taxas de juros e inflação elevadas, as empresas do setor educacional foram avaliadas pela grande companhia de investimentos como aplicações mais arriscadas em relação a títulos de renda fixa atrelados à taxa de juros do país. O conglomerado educacional COGNA (COGN3), foi um dos grupos que

desvalorizou na bolsa por expectativas muito restritas de crescimento de receita e margens. Contudo, a empresa do grupo também aberta em bolsa VASTA (VSTA), não sofreu tanta desvalorização ao longo de 2022 por ter um modelo de negócios mais preparado para o cenário de mudanças trazidos pela pandemia, com muitos investimentos em tecnologia para oferecer um serviço de educação à distância de maior qualidade, mesmo que focado em ensino básico e médio, como aponta o Gráfico 9. Assim, na segunda metade do ano, com os investimentos da Kroton (empresa do mesmo grupo que detém universidades, como Anhanguera e Unopar) na educação à distância, foram chave para a retomada da valorização da ação COGN3 em bolsa e a retomada de sua indicação de compra pelas financeiras, como aponta o Gráfico 8.

Gráfico 8 - Variações do valor de mercado em reais da COGNA (COGN3) de 2021 à segunda metade de 2022



Fonte: autoria própria a partir de dados públicos da plataforma TradingView (2022)

Gráfico 9 - Variações do valor de mercado em dólares da Vasta (VSTA) de 2021 à segunda metade de 2022



Fonte: autoria própria a partir de dados públicos da plataforma TradingView (2022)

Na mesma linha de valorização de investimentos em educação à distância, universidades que oferecem e focam em cursos de graduação à distância, como Vitru (VTRU), tiveram a compra de suas ações recomendadas por investidores desde o começo do ano, justamente pelo preparado tecnológico no contexto de crescimento da EAD, o que pode ser visto no Gráfico 10.

Gráfico 10 - Variações do valor de mercado em dólares da Vitru (VTRU) de 2021 à segunda metade de 2022



Fonte: autoria própria a partir de dados públicos da plataforma TradingView (2022)

Enquanto isso, o grupo educacional YDUQS (YDUQ3), detentor de instituições de ensino superior como Estácio e Ibmecc, sofreu com a incapacidade de absorção da demanda por cursos de educação à distância, diminuição no ticket médio dos mesmos e com um ROI (Retorno sobre Investimento) baixo, indicando um índice alto de alavancagem, incoerente com sua capacidade operacional de angariar novos alunos em seus cursos online. Em suma, a empresa cresceu sua base de alunos no ensino digital agressivamente em 2021, mas o crescimento não se manteve no ano presente, o que foi uma das principais causas de sua desvalorização em bolsa, como aponta o Gráfico 11.

Gráfico 11 - Variações do valor de mercado em reais da YDUQS (YDUQ3) de 2021 à segunda metade de 2022



Fonte: autoria própria a partir de dados públicos da plataforma TradingView (2022)

É incontestável que boa parte da análise setorial realizada pelas instituições de investimentos se baseia em índices financeiros de performance e perspectivas de crescimento através de expansões e aquisições do negócio, porém o preparo para as mudanças do contexto educacional são chave neste mercado. Empresas que se restringiram ao modelo presencial, seja por perspectiva de volta à normalidade ou por despreparo estrutural, ou que não conseguiram atender à demanda crescente pela educação à distância foram as mais desvalorizadas no mercado.

Por meio das análises, é possível perceber que a recuperação do valor de mercado ao longo de 2022 foi um grande desafio para as empresas do mercado de educação. As Instituições tiveram que se preocupar não somente em continuar expandindo seu negócio, aumentando a base de alunos e unidades, como tiveram que investir em novas tecnologias e metodologias de ensino para fundamentar a modalidade EAD em seus cursos. Aquelas que já vinham operando neste modelo, foram as que menos sofreram, uma vez que a

experiência sobre esse novo contexto educacional as deixou preparadas para enfrentar o período.

4.2. Possíveis fatores críticos de sucesso de instituições educacionais

Tendo em mente a complexidade do mercado educacional superior, é possível concluir que o sucesso a longo prazo desse setor depende de fatores operacionais, além dos financeiros. Assim, uma análise de crédito para IES pode se tornar limitada quando se apoia principalmente nos índices relacionados às demonstrações financeiras apontadas no segundo capítulo deste trabalho.

É necessário buscar fatores críticos de sucesso que a complementem trazendo, uma visão holística da situação destas companhias. Para tanto, o artigo “*Success Factors in New Ventures: A Meta-analysis*” (MICHAEL SONG et al., 2008) foi usado como referência para estabelecer tais elementos. O artigo tem novos empreendimentos tecnológicos como foco de análise, considerando que tais empreendimentos apresentam alto índice de fracasso, que leva ao encerramento das operações. De acordo com a empresa norte americana Fundera, que oferece serviços de infraestrutura de pagamentos e crédito para novos empreendimentos, 20% falha no primeiro ano de operação, 30% no segundo e, ao final de uma década, 70% dos negócios param de operar.

Através da reunião de dados e estabelecimento de uma metodologia estatística chamada meta-análise, que consiste em analisar dados de estudos empíricos anteriores e aplicar procedimentos estatísticos específicos para integrar todos os resultados, Song define 24 meta-fatores, divididos em 3 categorias: Mercado e Oportunidade, Time Empreendedor e Recursos. A primeira é constituída de fatores relativos à competição e demandas do mercado, como intensidade de marketing e inovações tecnológicas. A segunda se refere à experiência do time que constitui a empresa. Já a última categoria trata dos recursos da companhia, desde seus recursos financeiros, tempo de existência e tamanho (quantidade de funcionários e clientes), até suas parcerias e investimentos. Cada fator dentro de cada categoria conta com a referência bibliográfica de algum estudo no artigo do autor. Tais fatores e suas definições específicas são expostos na Tabela 2:

Tabela 2 - Meta-fatores definidos no artigo "Fatores de sucesso em novos empreendimentos" de Michael Song

	#	Fatores	Definições
Fatores de mercado e oportunidade	1	Intensidade da competição	Intensidade da competição entre empresas dentro de um mercado
	2	Dinamicidade do ambiente	Velocidade das mudanças no ambiente externo de uma empresa
	3	Heterogeneidade do ambiente	Diversidade e complexidade percebida do ambiente externo de uma empresa
	4	Internacionalização	Quanto a empresa está envolvida em atividades fora do país de sua matriz
	5	Estratégia de baixo custo	Quanto a empresa usa vantagens de custo como uma estratégia de vantagem competitiva
	6	Taxa de crescimento do mercado	Taxa de crescimento das vendas da empresa em relação ao mercado
	7	Escopo do mercado	Variedade de clientes e segmentos de clientes, tipos diferentes de produtos e lugares atendidos
	8	Intensidade de marketing	Quanto a empresa está executando uma estratégia baseada em esforços/iniciativas diferenciadas de marketing
	9	Inovações de produto	Quanto novos empreendimentos desenvolvem e introduzem novos produtos e serviços
Time empreendedor	10	Experiência no mercado	Experiência do time administrativo da empresa em relação ao mercado em que está inserida
	11	Experiência em marketing	Experiência do time administrativo da empresa em relação a marketing do mercado em que está inserida
	12	Experiências prévias em novos empreendimentos	Experiência do time administrativo da empresa em relação a situações prévias vividas em novos empreendimentos
	13	Nível de pesquisa e desenvolvimento	Experiência do time administrativo da empresa em relação à pesquisa e ao desenvolvimento do mercado em que está inserida
Recursos	14	Recursos financeiros	Quantidade de recursos financeiros à disposição da empresa
	15	Tempo de existência da empresa	Número de anos de atuação da empresa
	16	Tamanho da empresa	Quantidade de funcionários da empresa
	17	Tipo da empresa	Tipo de controle da empresa (se é uma empresa independente ou uma controlada de outra empresa)
	18	Apoio financeiro não governamental	Apoio financeiro de instituições comerciais
	19	Proteção de patentes	Disponibilidade de produtos de proteção de patentes disponíveis à empresa
	20	Parcerias de pesquisa e desenvolvimento	Uso da empresa em relação a parcerias de pesquisa e desenvolvimento com outras empresas
	21	Investimentos em pesquisa e desenvolvimento	Quantidade/Montante de investimentos interno em atividades de pesquisa e desenvolvimento
	22	Tamanho do time fundador	Tamanho do time que fundou a empresa
	23	Integração da cadeia de mantimentos	Nível de intergração da empresa em relação a toda sua cadeia operacional (fornecedores, distribuição e clientes, por exemplo)
	24	Parcerias com universidades	Uso da empresa em relação a parcerias de pesquisa com universidades (para pesquisa, por exemplo)

Fonte: Song (2008)

Apesar de serem relativos a novos empreendimentos, parte dos fatores apresentados podem ser adaptados considerando o âmbito do mercado de ensino superior. Muitos pontos como a “Intensidade de competição” e “Dinamicidade do ambiente” são comuns a maioria dos mercados, por dizerem respeito ao meio/contexto em que a empresa está inserida, enquanto outros como “Experiências prévias em novos empreendimentos” são específicos ao contexto de empreendimentos analisado por Song.

Como um meio de sugerir possíveis fatores de sucesso além de índices financeiros para a análise de crédito, é interessante pensar em como cada fator proposto por Song pode ser adaptado para o contexto de Instituições de Ensino Superior. Aqueles que dizem respeito a como a empresa está inserida no mercado (“Fatores de mercado e oportunidade”) são de simples adaptação por seu caráter não específico a novos empreendimentos. Para estes, é relevante agrupar alguns e propor um conjunto de fatores adequado a uma primeira etapa de sugestão de novos fatores para a análise de crédito, considerando que o objetivo principal é validar a utilidade da saída do escopo clássico, composto majoritariamente por índices financeiros.

Além disso, fatores específicos de novos empreendimentos devem ser adaptados ao mercado de ensino superior. O “Tamanho do time fundador”, por exemplo, é muito específico a novos empreendimentos, que estão em seus primeiros anos de vida e dependem muito mais do contexto em que suas atividades foram iniciadas. Outros fatores como o “Nível de pesquisa e desenvolvimento” devem ser adaptados ao contexto de IES com, por exemplo, avaliação do nível de pesquisas acadêmicas conduzidas.

Tendo em mente tais considerações, foram propostos abaixo dez fatores de sucesso no mercado de ensino superior inspirados nos 24 meta-fatores do artigo de Song, sendo estes divididos em duas categorias, da seguinte forma: fatores de “Mercado e Oportunidade” e “Recursos”. Os primeiros, dizem respeito a como a empresa está inserida no mercado de ensino, enquanto os de “Recursos” tratam de recursos financeiros, parcerias e capacidade de absorção de demanda. Desta maneira, os fatores críticos são dispostos na Tabela 3:

Tabela 3 - Fatores para sucesso em IES adaptados dos 24 meta-fatores de Song

	Fator	Definição	Fator no artigo	# fator no artigo
Fatores de mercado e oportunidade	Dinamicidade no mercado	Comparação em relação a como outras instituições do mesmo tipo de ensino estão se atualizando quanto às inovações metodológicas e tecnológicas no mercado educacional.	Intensidade da competição; Dinamicidade do ambiente; Heterogeneidade do ambiente; Inovações de produto	1; 2; 3; 9
	Ritmo de crescimento no mercado	Velocidade de crescimento da empresa em relação ao mercado.	Taxa de crescimento do mercado	6
	Escopo no mercado	Variedade de modalidades de ensino abrangidos pela instituição (fundamental, médio, superior, técnico, pós-graduação, mestrados e doutorados), além da quantidade de cursos de ensino superior oferecidos.	Escopo do mercado	7
	Estruturamento de custos e dívidas	Como a estrutura de custos e dívidas está acompanhando o crescimento do negócio, seja por abertura de novas unidades ou atualizações de material.	Estratégia de baixo custo	5
Recursos	Tamanho da instituição	Quantidade de unidades de ensino e alunos.	Tamanho da empresa	16
	Time docente	Tamanho do time docente e relação alunos/professor.	Tamanho da empresa	16
	Tempo de atuação	Anos de atuação no mercado educacional.	Tempo de existência da empresa	15
	Recursos financeiros	Montante de recursos financeiros, considerando sua estrutura de ativos e passivos no balanço.	Recursos financeiros	14
	Suporte governamental	Montante de auxílios governamentais recebidos (como ProUni e Fies).	Apoio financeiro não governamental	18
	Parcerias com outras universidades	Parcerias com outras instituições de ensino de outra companhia, distinguindo parcerias nacionais e internacionais.	Parcerias com universidades	24

Fonte: autoria própria.

Para entender melhor a tabela e como os fatores devem ser levados em consideração na concessão de crédito, temos as seguintes considerações:

1. **Dinamicidade no mercado:** com o crescimento constante da participação da tecnologia no cotidiano da população, a educação também muda de forma acelerada, com alunos sentindo cada vez mais a necessidade de interação e aprendizagem através de ferramentas digitais. A tecnologia atua em quatro frentes no âmbito educacional: como parte do currículo, sistema de entrega de informações, suporte instrucional e ferramenta para elevar o nível do processo de ensino. Desta forma, uma IES que não tem a capacidade de prover um processo de aprendizagem ativo, interativo, colaborativo, criativo e integral por meio da tecnologia fica atrás de suas concorrentes. Este fator está relacionado aos fatores de i) “Intensidade de competição”, ii) “Dinamicidade do ambiente”, iii) “Heterogeneidade do ambiente” e iv) “Inovações de produto”, uma vez que, respectivamente, trata i) da competição com outras IES, ii) de mudanças no contexto do mercado de ensino superior, iii) de como a empresa lida com a complexidade do mercado educacional e iv) de como está se atualizando em relação a novos produtos, tecnologias e metodologias.
2. **Ritmo de crescimento no mercado:** em linha com o último fator, é muito relevante que as empresas consigam acompanhar o ritmo de suas competidoras. Neste quesito, devem ser avaliados os ritmos/índices de crescimento da base de alunos e unidades de ensino, assim como eventuais aquisições de outras instituições. Assim, é possível comparar como cada empresa cresce em relação a suas competidoras, sendo um fator diretamente análogo ao fator “Taxa de crescimento de mercado”.
3. **Escopo no mercado:** assim como no fator de “Escopo de mercado de Song”, este também diz respeito a quantidade de segmentos atendidos pela empresa, porém, em primeiro lugar, é importante considerar que alguns dos grandes conglomerados educacionais de capital aberto não são constituídos exclusivamente por IES, contando também com escolas de ensino básico, cursinhos preparatórios e cursos de inglês. Logo, para a análise exclusivamente do mercado de ensino superior, este fator diz respeito aos cursos de graduação

oferecidos pela universidade/centro universitário, assim como cursos em outras modalidades de ensino superior, como pós-graduação, mestrado e doutorado.

4. **Estruturamento de custos e dívidas:** os custos de uma IES dizem muita a respeito do seu plano de negócios. Além das linhas comuns de gastos do setor, como salários e aluguéis, é importante entender como a empresa está alocando o capital que tem em mãos. Uma linha de custos de tecnologia alta, pode indicar investimentos em novas tecnologias e equipamentos para potencializar o ensino. Da mesma forma, a tomada de crédito é situacional, dependendo da intenção de investimento da organização, o que deve ser sempre analisado com o representante da empresa na hora da tomada de crédito. De acordo com uma pesquisa conduzida pelo autor Simon Moore na revista de negócios Forbes (2016), as três maiores universidades dos Estados Unidos (Harvard, Stanford e Yales) concentram seus investimentos feitos através de crédito principalmente na aquisição de outras companhias e imóveis. Isto é crucial no mercado de educação superior, uma vez que, quando feito com cautela, pode afetar todos os fatores operacionais da companhia e aumentar sua capacidade de absorção de alunos. Para a análise proposta, é importante focar na linha de CAPEX e no índice “Dívida Líquida / EBITDA”. O CAPEX vai detalhar quanto e como cada empresa está investindo seu capital, enquanto o índice citado determina o nível de alavancagem da empresa, ou seja, quantas vezes sua dívida representa o que a empresa gera com sua operação, o que diz respeito a sua capacidade de gerar mais valor com o montante de crédito contratado, tornando este um fator relacionado à “Estratégia de baixo custo”.
5. **Tamanho da instituição:** este fator está diretamente atrelado à capacidade do centro de ensino de atender a demanda por seus cursos. Além da quantidade de professores, para atender todos os alunos e crescimento da demanda, é importante que seja analisado o número de unidades presenciais e/ou polos digitais de ensino da empresa.
6. **Time docente:** em linha com o último fator, com o objetivo de entender a capacidade de atendimento aos alunos, um fator importante é o número de professores presentes nas Instituições de Ensino Superior dos grupos

educacionais, o qual é um fator análogo ao “Tamanho da empresa”. Além disso, para tal montante se tornar um fator mais tangível em relação ao atendimento a alunos, o índice que complementa esse valor é o número de alunos por professor. Este último é importante para entender se, na média, o aluno receberá a atenção necessária e uma jornada de ensino individualizada. Ainda, considerando que as IES podem apresentar centenas de professores ou tutores e que estas instituições não apresentam algum índice padrão para mensurar a qualificação do time docente, este fator pretende focar nos docentes como um recurso humano da empresa. O aspecto acadêmico será abordado em fatores posteriores.

7. **Tempo de atuação:** assim como em outros mercados (e análogo ao fator “Tempo de existência da empresa”), a idade da companhia pode ser um fator que auxilia o investidor em sua decisão entre diferentes instituições do mercado de ensino superior. Por mais que um número considerável de estudos indica que o tempo de atuação de uma companhia é um determinante importante de seu crescimento, tendo empresas novas crescendo mais rápido que antigas (COAD, 2014), o maior tempo de atuação passa maior confiança, pois o fator está comumente atrelado à experiência dos gestores com relação àquele mercado.
8. **Recursos financeiros:** a saúde financeira das IES é crucial, assim como a saúde de qualquer outra empresa de outro mercado, no processo de análise para concessão de crédito e irá contemplar, para fins deste trabalho, os índices de liquidez e endividamento citados no segundo capítulo deste trabalho. Tais índices apontam a capacidade da empresa de repagar suas dependências em caso de falência e o tempo para pagar seus fornecedores, tendo recebido de seus clientes, tornando este fator análogo ao de mesmo nome no artigo de Song.
9. **Suporte governamental:** diferente do artigo de Song, que considera apoios de instituições não governamentais, as IES privadas contam com o auxílio do governo para financiar suas operações e absorver alguns alunos em sua base. Tais incentivos governamentais para instituições de ensino superior particulares (PROUni e FIES) são fatores chave para suprir a demanda pela educação superior que não poderia ser suprida por aumento acelerado na oferta de novas vagas em

instituições públicas. Por isso, devem ser mensurados para possibilitar a avaliação do uso destes recursos.

10. **Parcerias com outras universidades:** colaborações entre universidades são muito importantes, principalmente nos âmbitos de pesquisa acadêmica e transferências de alunos. Nesta linha, as parcerias internacionais são ainda mais bem vistas pelos alunos, pois traz a perspectiva de realizar um intercâmbio em algum momento do curso, o que é muito atraente.

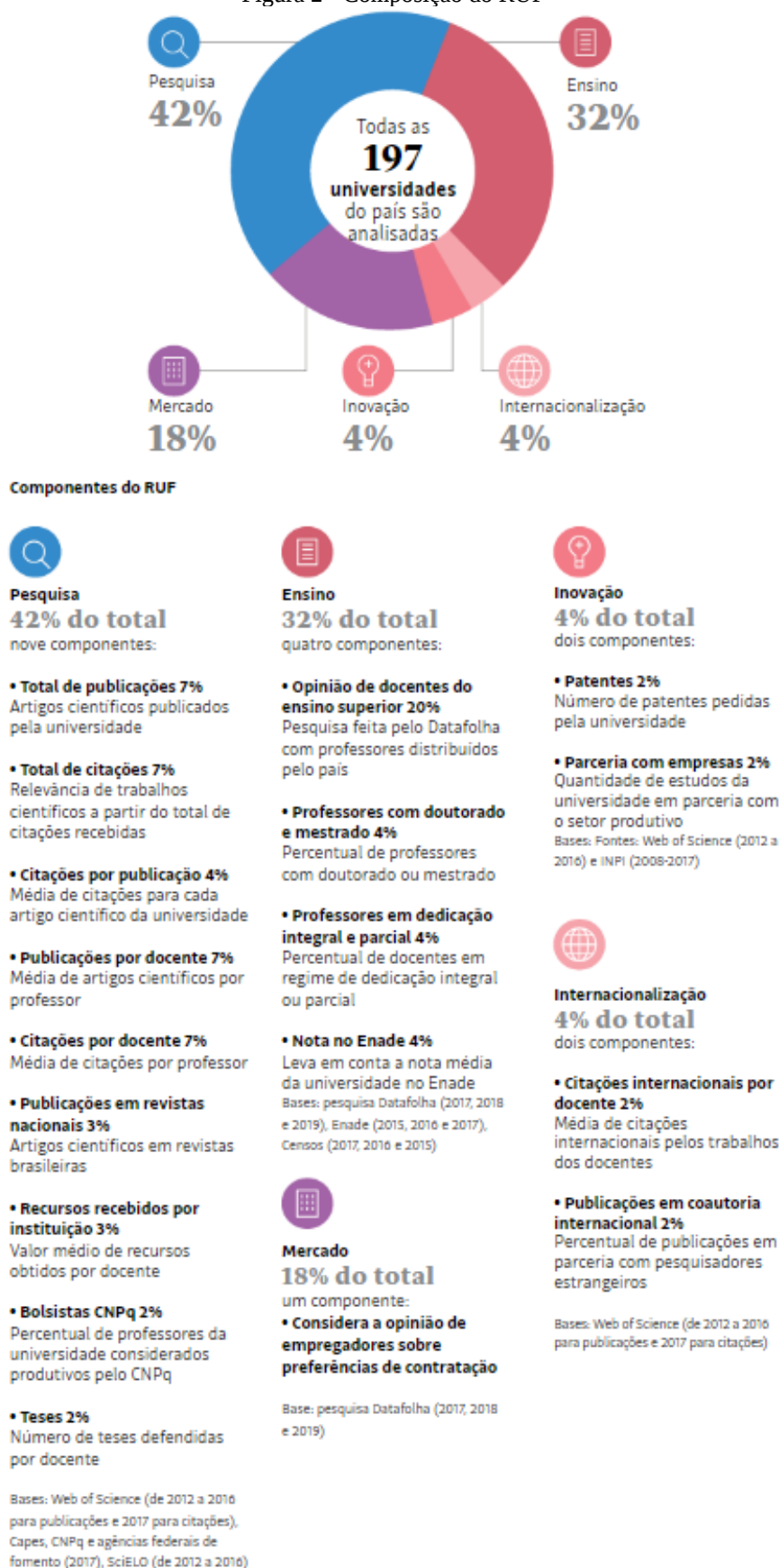
A maior parte dos fatores apresentados diz respeito a características gerais de mercado e poucos são específicos ao mercado de ensino superior, sendo estes, principalmente, time docente e suporte governamental. Todos são importantes para a proposta de entender o que deve ser avaliado na concessão de crédito, pois o mercado de ensino superior é complexo e todas suas especificidades têm o potencial de aumentar a qualidade das análises. Porém, ainda existe a necessidade de abordar pontos específicos relacionados à qualidade da educação. Como comentado ao longo deste trabalho, o principal diferencial das IES para outras empresas de outros mercados é que seu serviço oferecido é a formação humana, ou seja, é interessante, além dos dez apresentados, procurar fatores acadêmicos/sobre o ensino que possam ser utilizados de forma objetiva na análise.

No processo de definição de tais fatores é importante considerar que pontos muito específicos, como metodologias de ensino e qualidade/experiência do corpo docente, que não são avaliados por rankings e pesquisas ou são de difícil acesso, devem ser abordados com dados disponíveis a acesso público.

Desta forma, para definir o que deve ser analisado em relação a especificidades do mercado de ensino superior, vale retomar a Tabela 1 apresentada no trabalho. Nesta, são apontados os fatores críticos de sucesso na educação superior brasileira determinados pelos autores através de pesquisas prévias, de modo similar ao feito por Song. Todos têm potencial para apoiar a análise de crédito trazendo considerações do âmbito acadêmico das IES e, dentre os treze fatores, os de número 3, 9, 12 e 13 (“Imagem da organização”, “Qualificação do corpo docente”, “Integração dos alunos com a instituição” e “Metodologia aplicada à realidade do mercado de trabalho”) podem ser identificados de forma indireta através do Ranking Universitário Folha (RUF).

O RUF é uma avaliação anual de todas as universidades ativas do país apurado a partir de dados nacionais e internacionais e duas pesquisas do Instituto Datafolha em cinco aspectos (pesquisa, ensino, mercado, internacionalização e inovação). O Ranking é conduzido pelo jornal Folha de São Paulo, com um time de sete jornalistas para apurar os dados e oito especialistas como parte do conselho consultivo e considera os 40 cursos de graduação de universidades, centros universitários e faculdades com maior número de ingressantes do país. Sua composição é definida de acordo com o esquema da Figura 2:

Figura 2 - Composição do RUF



Fonte: Folha de São Paulo

Considerando os principais portais acadêmicos de pesquisa, censos e exames educacionais e pesquisas estatísticas, o RUF se mostra um ótimo índice para entender, de maneira geral, a performance acadêmica das IES analisadas. Contudo, é importante notar que, por conta da pandemia da Covid 19, o último Ranking disponível foi realizado em 2019 e, além disso, nem todas as IES estão presentes no ranking de universidades, pois esta não conta com Centros Universitários e Faculdades.

Para mitigar esse problema, a Folha também realiza um ranking de cursos de graduação com a metodologia exposta na Figura 3:

Figura 3 - Composição do ranking de cursos do RUF



Fonte: Folha de São Paulo

O foco do ranking de cursos é principalmente a qualidade de ensino. O peso das aprovações na OAB é significativo, porém só é aplicado para cursos de direito e outros cursos recebem peso dois nas categorias “Ensino” e “Mercado”. Desta forma, utilizando o ranking de cursos quando o de universidades não é aplicável, é possível avaliar, em

parte, a qualidade de ensino nas instituições. Ainda, é relevante comentar que a partir da colocação 200, o RUF de cursos trabalha com faixas de posição (como 200º-250º ou 251º-300º). Isto se deve ao fato de as notas dessas faixas serem similares e muitas vezes empatarem.

Por outro lado, apesar de serem fortes índices, outros devem ser acompanhados além dos RUF. Suas limitações são o caráter generalista e a falta de atualização nos últimos anos, que abrem espaço para questionamentos. Desta maneira, outra fonte relevante de informações é o ENADE (Exame Nacional de Desempenho de Estudantes), conduzido pelo INEP (Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais): o ENADE “avalia o rendimento dos concluintes dos cursos de graduação em relação aos conteúdos programáticos previstos nas diretrizes curriculares dos cursos, o desenvolvimento de competências e habilidades necessárias ao aprofundamento da formação geral e profissional, e o nível de atualização dos estudantes com relação à realidade brasileira e mundial” (INEP, 2022). Apesar de ser analisado na construção do RUF, quando colocado em destaque o “Conceito ENADE” (nome atribuído pelo INEP à nota), permite entender especificamente quão preparado para o mercado de trabalho, o aluno sai da IES. Por meio destas características, se mostra um ótimo índice análogo ao FCS 13 (“Metodologia aplicada à realidade do mercado de trabalho”).

Ainda sobre o Conceito ENADE, vale comentar que as provas são feitas com vários cursos das universidades avaliadas e são compostas por 8 questões objetivas e 2 discursivas referentes à formação geral do aluno, mais 27 objetivas e 3 discursivas referentes a conhecimentos específicos de seu curso de formação. Feitas as avaliações, o INEP calcula o resultado e o aloca em um de 5 “conceitos”, com diferentes interpretações em relação ao resultado esperado da IES, como aponta a tabela 4:

Tabela 4 - Faixas do Conceito ENADE

Conceito ENADE	Notas finais	Interpretação
1	0 a 0,944	IES cujos alunos tiveram um rendimento abaixo da expectativa no Exame
2	0,945 a 1,944	
3	1,945 a 2,944	IES que tiveram um rendimento médio no Exame dentro do esperado
4	2,945 a 3,944	IES com rendimento superior à média esperada
5	3,945 a 5	

Fonte: INEP (2022)

Por fim, o FCS 4 (“Garantia de reconhecimento do curso”) pode ser abordado diretamente através da análise da nota do MEC (Ministério da Educação). A nota é atribuída às IES brasileiras a partir de uma avaliação realizada pelo Ministério, com o objetivo de medir a qualidade de ensino em uma universidade, faculdade ou centro universitário. As instituições são pontuadas de 1 a 5, sendo que, quanto mais perto de 5, melhor é qualidade de ensino da IES e, recebendo 1 ou 2, apresenta rendimento abaixo da média e insatisfatório (MEC, 2022). Além disso, existem diferentes indicadores de qualidade publicado pelo MEC, mas o principal é o IGC (Índice Geral do Curso), pois avalia a IES como um todo (pós-graduação e graduação). Este índice é calculado a cada três anos e considera múltiplos critérios, como a própria nota do ENADE, infraestrutura física, recursos didáticos e pedagógicos e titulação dos professores, por exemplo. É importante notar que, assim como o RUF, as últimas notas do MEC disponíveis para consulta são do ano antecedente à pandemia (2019).

Concluindo, ao dispor os dez fatores definidos com base no artigo de Song e os três fatores acadêmicos, temos a relação final de fatores propostos na Tabela 4:

Tabela 5 - Relação final de fatores a serem analisados no Trabalho

	Fator	Definição
Fatores de mercado e oportunidade	Dinamicidade no mercado	Comparação em relação a como outras instituições do mesmo tipo de ensino estão se atualizando quanto às inovações metodológicas e tecnológicas no mercado educacional.
	Ritmo de crescimento no mercado	Velocidade de crescimento da empresa em relação ao mercado.
	Escopo no mercado	Variedade de modalidades de ensino abrangidos pela instituição (fundamental, médio, superior, técnico, pós-graduação, mestrados e doutorados), além da quantidade de cursos de ensino superior oferecidos.
	Estruturamento de custos e dívidas	Como a estrutura de custos e dívidas está acompanhando o crescimento do negócio, seja por abertura de novas unidades ou atualizações de material.
Recursos	Tamanho da instituição	Quantidade de unidades de ensino e alunos.
	Time docente	Tamanho do time docente e relação alunos/professor.
	Tempo de atuação	Anos de atuação no mercado educacional.
	Recursos financeiros	Montante de recursos financeiros, considerando sua estrutura de ativos e passivos no balanço.
	Suporte governamental	Montante de auxílios governamentais recebidos (como ProUni e Fies).
	Parcerias com outras universidades	Parcerias com outras instituições de ensino de outra companhia, distinguindo parcerias nacionais e internacionais.
Acadêmicos	Nota RUF	Nota média do Ranking Universitário Folha, como uma forma de ter uma noção geral da qualidade de ensino nas IES.
	Nota ENADE	Nota média no Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes, para abordar especificamente o preparo do aluno formado pela IES.
	Nota MEC	Nota média atribuída pelo Ministério da Educação, para abordar especificamente a qualidade do ensino dos alunos matriculados nas IES.

Fonte: autoria própria.

Com os fatores dispostos na tabela, será possível entender o valor de cada tipo de fator durante a análise posterior e identificar a relevância dos fatores acadêmicos na análise de concessão de crédito.

É importante notar que, como comentado, os grupos educacionais abertos em bolsa que serão analisados são compostos por múltiplas IES. Desta forma, os fatores baseados em rankings e índices educacionais serão dispostos individualmente para cada IES em tabelas e uma média final será calculada.

4.3. Análise de IES privadas de capital aberto

Para entender como cada uma atua de acordo com os fatores listados no item anterior, é interessante analisar algumas das empresas do setor educacional abertas em bolsa. Considerando a análise setorial analisada no início do capítulo, as empresas COGNA, Vitru e YDUQS serão exploradas e julgadas de acordo com cada fator. Para obter as informações de cada um dos fatores, as fontes analisadas serão os resultados divulgados nos portais de relação com investidores das empresas, seus relatórios de sustentabilidade (sendo todos os documentos do final do ano de 2021) e as últimas notas dos fatores acadêmicos disponibilizadas pela entidades que as elaboram.

Posteriormente, como um forma de entender quais fatores seriam mais relevantes ao serem aplicados no processo de concessão de crédito, as análises de cada um e de cada empresa serão expostas a especialistas de crédito para instituições de ensino de bancos por meio de entrevistas qualitativas. Descrevendo cada fator proposto e como cada um é aplicado sobre cada empresa, será possível entender qual empresa apresenta mais valor para o especialista e quais fatores consideraria mais relevante para conceder o crédito. Desta forma, será possível chegar em uma primeira validação daquilo que poderia ser incorporado na análise de concessão de crédito para empresas do mercado de ensino superior.

4.3.1. COGNA Educação

A COGNA é uma empresa formada por 5 marcas de ensino com diferentes focos: Kroton (ensino superior), Saber (ensino básico), Platos e Vasta (conteúdos complementares ao ensino, com foco em conteúdos digitais). Para a comparação posterior entre as empresas, o foco desta análise será a marca Kroton, por ser voltada ao ensino

superior. Esta, por sua vez, conta com as universidades: Anhanguera, Unopar, Unime, Uniderp, Unic, LFG e Fama.

Os fatores da COGNA são dispostos da seguinte maneira:

1. **Dinamicidade no mercado:** a empresa realiza altos investimentos em plataformas digitais, que são chave para que a COGNA consiga oferecer cursos de ensino superior à distância em suas universidades de maneira independente. Uma das iniciativas mais notáveis da COGNA para acompanhar a dinamicidade do mercado educacional é o investimento no empreendedorismo através de um *hub* de inovação. Chamado *Hubble Startup Studio*, o projeto busca atacar três horizontes (soluções voltadas à educação, oportunidades de negócio adjacentes e categorias futuras de mercado) através do investimento em startups, tendo como exemplo a Voomp, um ambiente digital de negócios que atua como *marketplace* educacional/plataforma destinada a produtores de informação independentes, que a têm como uma possível fonte de renda. Além disso, o *hub* possui uma parceria com uma plataforma de inovação norte-americana conectada com mais de 250 mil startups pelo mundo.
2. **Ritmo de crescimento no mercado:** a iniciativa mais notável da empresa para seguir e até ditar o ritmo de crescimento do mercado é a constante aquisição/aporte em outras empresas do mercado. O exemplo mais recente foi a aquisição da Educbank, uma empresa que fornece financiamento a instituições de ensino e apoio a gestão escolar. Já em termos de expansão da base de alunos, a captação cresceu 40,3% em 2021, com um crescimento de 6,4% na modalidade EAD, que chegou a 76,8% do total de alunos.
3. **Escopo no mercado:** entre suas marcas, a COGNA atua em outras áreas de ensino além do superior, como comentado. A marca Kroton, especificamente, conta com as instituições Anhanguera, Unopar, Unime, Uniderp e Unic, que apresentam a modalidade de EAD para seus cursos de graduação através da plataforma digital desenvolvida pela COGNA e a universidade digital LFG, que também oferece cursos de pós-graduação e MBA à distância. A única universidade da marca que ainda não implementou a modalidade é a Fama. Já em relação aos cursos oferecidos, a gama é muito diversa principalmente graças à grande quantidade de

universidades que a marca Kroton possui, contando com mais de 180 cursos de graduação oferecidos.

4. **Estruturamento de custos e dívidas:** tendo como referência o ano de 2021, o grupo COGNA apresentou R\$ 396,1 milhões de CAPEX, 40% do valor total investido pela empresa. Este patamar elevado é devido ao processo de reestruturação da Kroton em relação a expansões imobiliárias/de infraestrutura e desenvolvimento de conteúdos, sistemas e licenças de software. Já em relação ao endividamento, a COGNA apresentou uma “Dívida Líquida / EBITDA” de 2,16x em sua divulgação de resultados, ou seja, a empresa tem em dívidas 2,16 vezes aquilo que gera na sua operação.
5. **Tamanho da instituição:** dentro da COGNA, a Kroton conta com 176 unidades próprias, 1.536 polos de ensino, 552 mil alunos na modalidade digital e 292 mil alunos na modalidade presencial.
6. **Time docente:** entre as universidades mantidas pela marca Kroton, o corpo docente, até 2021, era formado por 10.041 profissionais (565 coordenadores de curso, 7.861 professores e 1.585 tutores). O índice de aluno/professor, considerando tutores, é de 90.
7. **Tempo de atuação:** A COGNA nasceu em 1966 a partir do curso pré-vestibular Pitágoras, que expandiu pelo país e inaugurou suas primeiras faculdades no começo dos anos 2000. Na mesma época, a empresa abriu seu capital em bolsa sob o nome de Kroton Educacional. A partir daí, o grupo passou a adquirir outras instituições de ensino, como a IUNI Educacional (que têm sob gestão as marcas UNIC, UNIME e FAMA), UNOPAR, Unirondon, Anhanguera e Somos Educacional. Em 2019, a empresa já havia tomado proporções muito superiores em relação àquelas que possuía no começo do século, então criou uma estrutura de negócios em 2019 pautada em quatro verticais de ensino (Kroton, para Graduação, Vasta e Platos, focadas em conteúdos complementares e Saber, no ensino básico). Por fim, a empresa lançou a marca COGNA como a holding de todas suas marcas, totalizando 56 anos em operação e 22 anos inserida no mercado de ensino superior.

8. **Recursos financeiros:** os índices de liquidez e endividamento específicos da COGNA são os seguintes:

Tabela 6 - Índices de liquidez e endividamento da COGNA

Índice	Resultado
Índice de liquidez	1,7
Dias de estoque	70
Dias a receber	155
Dias a pagar	185
Ciclo de Conversão de Caixa	40

Fonte: autoria própria com base em dados de relação com investidores

Observando os dias que constituem o ciclo de conversão de caixa da empresa, é possível perceber que a empresa tem essencialmente metade de um ano em prazos para receber, ou seja, cobra seus serviços com prestações a longo prazo, o que é condizente com a contratação de um curso universitário privado. Ao mesmo tempo, requerem uma quantidade de tempo similar para pagar seus fornecedores, prevenindo que ocorra um descasamento de caixa na sua operação. Os dias de estoque são muito baixos, uma vez que a empresa é focada em serviços e os estoques são constituídos principalmente de materiais escolares.

9. **Suporte governamental:** de acordo com os resultados da empresa, do último trimestre de 2021, a Kroton conta com R\$ 234,1 milhões a receber do governo por alunos FIES. Além disso, também conta com o incentivo de isenção de impostos de renda (IRPJ e CSLL) e contribuições (PIS e COFINS) por conta do ProUni, que totalizou R\$ 3,8 milhões. A soma dos valores do apoio governamental resulta em R\$ 237,9 milhões. Tal montante é elevado e, apesar de refletir o tamanho da instituição em quantidade de alunos, não é ideal do ponto de vista financeiro, já que dependem de muito dinheiro a receber do governo.
10. **Parcerias com outras universidades:** através do programa Santander Universidades, os alunos das universidades da marca Kroton têm a oportunidade de conquistar bolsas disponibilizadas pelo banco, que, por sua vez, tem convênio com universidades pelo mundo inteiro, como a Universidade de Chicago, Harvard, Cambridge e a Escola de Economia e Ciências Políticas de Londres.

11. **Nota RUF:** as universidades Unic/Unime, Uniderp e Anhanguera, da marca Kroton, foram avaliadas no RUF como indicado pela Tabela 5:

Tabela 7 - RUF de Universidades Kroton

Nome	UNIC/UNIME	Uniderp	Anhanguera
Ranking	149	159	169
Posição em Ensino	158	121	196
Posição em Pesquisa	158	179	135
Posição em Mercado	49	104	138
Posição em Inovação	-	134	97
Posição em Internacionalização	160	189	93
Nota final	30	26	23

Fonte: autoria própria

Já a faculdade Fama foi avaliada no RUF de cursos de graduação com as seguintes notas indicadas na Tabela 6:

Tabela 8 - RUF de cursos das IES da Kroton

IES	FAMA
Posição	200
Posição em avaliação do Mercado	98
Posição em qualidade de ensino	801-1000
Posição em Instrução dos Professores	801-1000
Posição Nota dos concluintes	801-1000
Posição em Tempo de Dedicação dos Professores	601-700

Fonte: autoria própria

As universidades tiveram uma média de posição no ranking de 159, enquanto a Fama ficou na posição de número 200.

12. **Nota ENADE:** entre 43 cursos avaliados nas IES Anhanguera, Fama, Unic, Uniderp, Unime e Unopar, as notas de Conceito ENADE da Kroton tiveram uma média 2 e foram determinadas como indicado pela Tabela 5:

Tabela 9 - Conceito ENADE de IES da Kroton

Sigla da IES	Área de Avaliação	Conceito Enade
ANHANGUERA	CIÊNCIA DA COMPUTAÇÃO	2
	CIÊNCIAS BIOLÓGICAS	3
	DESIGN	3
	EDUCAÇÃO FÍSICA	2
	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	4
	PEDAGOGIA	3
	QUÍMICA	1
	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	2
	TECNOLOGIA EM ANÁLISE E DESENVOLVIMENTO DE SISTEMAS	2
	TECNOLOGIA EM GESTÃO DA TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	2
	TECNOLOGIA EM REDES DE COMPUTADORES	3
FAMA	EDUCAÇÃO FÍSICA	3
	PEDAGOGIA	3
	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	2
UNIC	CIÊNCIA DA COMPUTAÇÃO	2
	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	1
UNIDERP	ARTES VISUAIS	2
	CIÊNCIA DA COMPUTAÇÃO	2
	CIÊNCIAS BIOLÓGICAS	1
	CIÊNCIAS SOCIAIS	3
	EDUCAÇÃO FÍSICA	2
	GEOGRAFIA	3
	HISTÓRIA	3
	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	4
	MATEMÁTICA	2
	PEDAGOGIA	3
UNIME	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	4
	PEDAGOGIA	2
	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	3
UNOPAR	ARTES VISUAIS	2
	CIÊNCIAS BIOLÓGICAS	3
	CIÊNCIAS SOCIAIS	3
	EDUCAÇÃO FÍSICA	2
	FILOSOFIA	3
	GEOGRAFIA	2
	HISTÓRIA	2
	LETRAS-PORTUGUÊS	2
	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	3
	MATEMÁTICA	2
	PEDAGOGIA	2
	QUÍMICA	1
	TECNOLOGIA EM ANÁLISE E DESENVOLVIMENTO DE SISTEMAS	3
	TECNOLOGIA EM GESTÃO DA TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	3
Média	-	2,4

Fonte: autoria própria

13. **Nota MEC:** os IGC atribuídos pelo MEC em 2019 para as IES da Kroton foram iguais entre si, como é indicado na Tabela 8, e determinaram uma média final de 3:

Tabela 10 - Notas do MEC de IES da Kroton

IES	Anhanguera	Uniderp	Unime	Fama	Unopar	Unic
IGC	3	3	3	3	3	3

Fonte: autoria própria

4.3.2. Vitru Educação

A Vitru é uma empresa que atua exclusivamente no mercado de ensino superior e com a capacitação de seus alunos para o mercado de trabalho. Suas duas marcas são as universidades Uniasselvi e UniCesumar, ambas com foco na modalidade EAD.

Os fatores da Vitru são dispostos da seguinte maneira:parei aqui

1. **Dinamicidade no mercado:** para basear suas decisões na busca de melhoria da experiência do aluno, a Vitru se baseia em pesquisas, acompanhamentos de mercado e buscas por oportunidades no setor por meio de parcerias. Em 2021, focaram em implementar o conceito de inovação nos âmbitos de segurança da informação e governança dentro da área de TI, que, em relação ao serviço final da empresa, resultou no desenvolvimento da “Prova Supervisionada”, um modelo de avaliação no qual o aluno é supervisionado por um monitor de maneira 100% remota, com a assistência de ferramentas de Inteligência Artificial (IA). Além dessa inovação, continuaram a expandir a modalidade EAD através do Flex Cursos, uma estrutura que prioriza levar cursos de baixa procura para agrupamentos mais regionalizados possíveis, começando em escala municipal.
2. **Ritmo de crescimento no mercado:** a Vitru apresenta 98,3% da sua base discente matriculada em cursos EAD e continua expandindo seu alcance com 45% de crescimento da base de alunos inseridos na educação à distância na região sudeste, sendo que, dos 230 polos físicos construídos em 2021, 93 foram no Sudeste (40% de crescimento).

3. **Escopo no mercado:** entre as universidades do grupo UNIASSELVI e Unicesumar, a empresa conta com mais de 330 cursos e uma forte presença na EAD, contando com a maioria do corpo discente inserida na modalidade (97% dos alunos). Os cursos oferecidos variam entre graduação, pós-graduação, técnicos e profissionalizantes.
4. **Estruturamento de custos e dívidas:** tendo como referência o ano de 2021, a Vitru apresentou R\$ 58,3 milhões de CAPEX, 3% superior ao que foi gasto no ano anterior. O pequeno aumento é relacionado a investimentos elevados em TI e projetos internos relacionados ao desenvolvimento e manutenção de softwares para aumentar a capacidade de recebimento de alunos. Já em relação ao endividamento, a Vitru apresentou uma dívida líquida de R\$ 74,2 milhões e um EBITDA de R\$ 238 milhões. Isso resulta em um índice “Dívida Líquida / EBITDA” de 0,31x. A Companhia não apresenta dívidas bancárias, tendo liquidado a linha de crédito do ano anterior ao longo de 2021, então sua dívida remete somente à aquisição de uma outra instituição de ensino.
5. **Tamanho da instituição:** a Vitru conta com 1.946 polos espalhados por 1.258 municípios brasileiros. Além disso, tem 699,2 mil alunos cursando a modalidade EAD e 22,3 mil a presencial, considerando o total das duas universidades. Esse volume de alunos à distância equivale a 20% da parcela de mercado dos alunos matriculados na EAD em instituições privadas, segundo o INEP.
6. **Time docente:** hoje a empresa conta com mais de 3.000 tutores distribuídos entre seus cursos e polos, tendo um índice aluno/professor de 240, principalmente pelo ensino se basear em conteúdos gravados e tutores para tirar eventuais dúvidas. Vale comentar que a empresa possui um setor de Capacitação e Formação Continuada, que prepara os tutores para o exercício de sua função, os convidando a conhecer a Companhia, o modelo de EAD, os ambientes virtuais, os canais de comunicação com os acadêmicos, os polos e o ambiente corporativo, com o objetivo de fazer com que o tutor possa atuar sempre com mais competência através de palestras com professores renomados e relatos/treinamentos de práticas didáticas.

7. **Tempo de atuação:** fundada em 1999, a Vitru começou como a Universidade UNIASSELVI em Santa Catarina e, a partir desta, outras faculdades foram implantadas com seu modelo de negócio e gestão. Logo no início dos anos 2000, novas unidades do grupo foram abertas em Blumenau, Guaramirim, Rio do Sul, Brusque e Timbó. Em 2005, recebeu autorização do MEC para oferta de educação a distância. Para ampliar esse âmbito de sua operação, adquiriu a UniCesumar em maio de 2022. Desta forma, a empresa atua no mercado de ensino superior há 23 anos.
8. **Recursos financeiros:** os índices de liquidez e endividamento específicos da Vitru são os seguintes:

Tabela 11 - Índices de liquidez e endividamento da Vitru

Índice	Resultado
Índice de liquidez	1,98
Dias de estoque	0
Dias a receber	81
Dias a pagar	63
Ciclo de Conversão de Caixa	18

Fonte: autoria própria com base em dados de relação com investidores

O ciclo de conversão de caixa da Companhia indica um prazo médio entre seus recebimentos e pagamentos. Os recebimentos de mensalidades dos cursos das instituições têm uma média de 81 dias, enquanto o pagamento de fornecedores acontece em torno de 2 meses. Por ter seu foco voltado à EAD, a Vitru não apresenta valores relevantes estoque.

9. **Suporte governamental:** de acordo com os resultados da empresa do último ano, a Vitru conta com R\$ 2,1 milhões a receber do governo por alunos FIES. Além disso, também conta com o incentivo de isenção de impostos do ProUni somam R\$ 20,1 milhões. Os valores do apoio governamental totalizam em R\$ 22,2 milhões. Este montante final é inferior ao de outras empresas que possuem uma quantidade de alunos similar, como a COGNA, o que é positivo do ponto de vista financeiro, uma vez que apresentam menos contas a receber do governo e, desta forma, mais dinheiro em caixa corrente.

10. **Parcerias com outras universidades:** a Vitru tem um foco significativo no intercâmbio desde 2018 com a criação de seu Departamento de Relações Internacionais, sob o objetivo de viabilizar a aprendizagem acadêmica intercultural, tanto no envio quanto no recebimento de alunos estrangeiros, totalizando 40 parcerias em 15 países diferentes, como é indicado na Tabela 9:

Tabela 12 - Quantidade de universidades parceiras da Vitru por país

País	Quantidade de universidades
Alemanha	4
Austrália	1
Chile	2
China	1
Colômbia	1
Equador	2
Espanha	2
França	1
Inglaterra	1
Irlanda	1
Itália	2
Japão	3
México	2
Portugal	9
EUA	8

Fonte: autoria própria

Além disso, a empresa também apresenta polos próprios em outros países (Emirados Árabes, Suíça, Japão e Reino Unido), parceria com o programa Santander Universidades e duas parcerias nacionais.

11. **Nota RUF:** as notas do RUF de cursos de graduação para as IES Unicesumar e Uniasselvi são as descritas na Tabela 10:

Tabela 13 - RUF de cursos de IES Vitru. Fonte: Folha de São Paulo

IES	Uniasselvi	Unicesumar
Posição	187	834
Posição em avaliação do Mercado	98	-
Posição em qualidade de ensino	601-700	801 ou +
Posição em Instrução dos Professores	501-600	568 ou +
Posição Nota dos concluintes	1001 ou +	-
Posição em Tempo de Dedicação dos Professores	501-600	551-667

Fonte: autoria própria

A Uniasselvi se mostra na posição 187, enquanto as unidades da Unicesumar ficam em uma posição muito inferior, em 834, inclusive sem dados de avaliação de mercado e nota de concluintes de seus cursos.

12. **Nota ENADE:** entre oito cursos avaliados na UniCesumar e um avaliado na Uniasselvi, as notas de Conceito ENADE da Vitru tiveram média 3 e foram determinadas da seguinte forma, como mostra a Tabela 11:

Tabela 14 - Conceito ENADE de IES da Vitru Educação

Sigla da IES	Área de Avaliação	Conceito Enade
UNICESUMAR	CIÊNCIAS BIOLÓGICAS	3
	EDUCAÇÃO FÍSICA	3
	GEOGRAFIA	3
	HISTÓRIA	2
	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	3
	MATEMÁTICA	3
	PEDAGOGIA	3
	TECNOLOGIA EM ANÁLISE E DESENVOLVIMENTO	3
UNIASSELVI	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	2
Média	-	2,8

Fonte: autoria própria

13. **Nota MEC:** as IES da Vitru tiveram notas na média e acima da média pelo IGC do MEC de 2019 e Unicesumar, assim como no caso do Conceito ENADE, foi classificado a frente da Uniasselvi. Tais notas são descritas na Tabela 12:

Tabela 15 - Notas do MEC de IES da Vitru Educação

IES	Uniassevi	Unicesumar
IGC	3	4

Fonte: autoria própria

4.3.3. YDUQS

A YDUQS é uma empresa de educação focada no ensino superior e conta com nove marcas, sendo as principais no segmento de graduação a Estácio e Ibmecc.

Os fatores da YDUQS são dispostos da seguinte maneira:

1. **Dinamicidade no mercado:** visando uma melhor experiência do aluno no contexto de crescimento da EAD, a YDUQS institui um modelo de ensino chamado Aura, que se baseia em possibilitar o acesso dos alunos inseridos na modalidade presencial a um vasto acervo digital de conteúdo. Desta forma, mais de 60% dos alunos presenciais aderiram ao modelo Aura ao longo de 2021.
2. **Ritmo de crescimento no mercado:** apesar de uma queda de 12,8% na base de alunos inseridos na modalidade de ensino presencial, principalmente devido à pandemia, o crescimento da base de alunos EAD da empresa atingiu a marca histórica de 120,5%.
3. **Escopo no mercado:** entre as empresas do grupo, são oferecidos em torno de 140 cursos de graduação, 300 cursos de pós-graduação e 9 cursos de mestrado e doutorado (restritos à Ibmecc). Além disso, algumas das instituições oferecem cursos preparatórios específicos, como para provas de residência, OAB, de carreiras diplomáticas.
4. **Estruturamento de custos e dívidas:** o CAPEX da YDUQS totalizou R\$ 543,8 milhões em 2021, sendo um aumento de 30,7% relativo ao último ano nos investimentos em transformação digital e tecnologia da informação, que já representam 42% do CAPEX total de 2021, seguido com os esforços da empresa em oferecer serviços educacionais cada vez mais modernos e inovadores. Já em relação ao endividamento, a Companhia apresentou em sua divulgação de resultados um índice dívida líquida/EBITDA de 1,8x.

5. **Tamanho da instituição:** a YDUQS conta com sete universidades/centros universitários e dois cursos preparatórios sob sua marca. Sua base de alunos atingiu 1,25 milhões em 2021 (excluindo 447 mil alunos do curso preparatório QConcursos, que foca em cursos para vestibulares e ENEM), sendo 256 mil da modalidade presencial, 953 mil da EAD e 12,6 mil em cursos de medicina e na universidade Ibmecc, classificados como o segmento *premium* pela empresa. Além disso, a empresa possui mais de 80 unidades presenciais, sendo a maioria da marca Estácio e superam a marca de 2.030 polos digitais.
6. **Time docente:** a YDUQS contava com 9.829 docentes ao final de 2021, com um índice professor/aluno de 127. Além disso, seu indicador ISA (Índice de Satisfação do Aluno) foi respondido por mais 90% do corpo discente e chegou à marca histórica de 8,8, sendo 10 o valor máximo possível.
7. **Tempo de atuação:** a YDUQS surge em 2007 com a aquisição da rede de Centros Universitários Estácio, que, por sua vez, foi fundada em 1970 no Rio de Janeiro. A modalidade de ensino à distância começa a ser oferecida em 2009. Logo, fundamentalmente, a YDUQS tem 15 anos, mas a Estácio conta com 52 anos de atuação no mercado de ensino superior.
8. **Recursos financeiros:** os índices de liquidez e endividamento específicos da YDUQS são os seguintes:

Tabela 16 - Índices de liquidez e endividamento da YDUQS

Índice	Resultado
Índice de liquidez	0,4
Dias de estoque	1
Dias a receber	80
Dias a pagar	33
Ciclo de Conversão de Caixa	47

Fonte: autoria própria com base em dados de relação com investidores

Através do Ciclo de Conversão de Caixa, é possível concluir que a mesma tendência das outras duas empresas em relação a longos prazos se repetem no caso da Vitru. Os prazos de pagamentos dos alunos da instituição são longos, porém os

dias corridos até pagar os fornecedores são menos da metade, o que aumenta a chance de um descasamento de caixa.

9. **Suporte governamental:** de acordo com os resultados da empresa, até o final de 2021, os benefícios fiscais do ProUni somaram R\$ 133,1 milhões e as contas a receber do FIES totalizaram R\$ 108,4 milhões, o que resulta em um total de R\$ 241,5 milhões em incentivos governamentais. O montante representa uma grande quantidade de contas a receber do governo, porém ainda é menor do que o de outras empresas, como a COGNA, apesar de apresentar em torno de 50% mais alunos em sua base.
10. **Parcerias com outras universidades:** as universidades da empresa contam principalmente com a parceria com o banco Santander pelo programa Santander Universidades, com a exceção da Estácio, que apresenta uma Assessoria de Cooperação Internacional com mais de 17 instituições estrangeiras parceiras em diferentes países, como: Portugal, Espanha, Argentina, Chile, Uruguai, EUA, Reino Unido e Holanda.
11. **Nota RUF:** a posição no RUF de universidades da Estácio foi 88, com destaque em sua avaliação de mercado, como indicado pela Tabela 13:

Tabela 17 - RUF da Estácio

IES	Estácio
Ranking	88
Posição em Ensino	92
Posição em Pesquisa	137
Posição em Mercado	12
Posição em Inovação	127
Posição em Internacionalização	125

Fonte: autoria própria

Já as instituições de ensino superior IBMEC (Rio de Janeiro e São Paulo) foram avaliadas ainda melhores no RUF de cursos de graduação com posições altas na maioria das categorias, como é apresentado na Tabela 14:

Tabela 18 - RUF de cursos das IES da YDUQS. Fonte: Folha de São Paulo

IES	Ibmec - RJ	Ibmec - MG
Posição	17	35
Posição em avaliação do Mercado	24	98
Posição em qualidade de ensino	16	33
Posição em Instrução dos Professores	67	117
Posição Nota dos concluintes	35	15
Posição em Tempo de Dedicação dos Professores	1001 ou +	1001 ou +

Fonte: autoria própria

12. **Nota ENADE:** entre 19 cursos diferentes, os dados de Conceito ENADE disponíveis dizem respeito às duas principais IES do grupo: Estácio e Ibmec. Essas apresentaram a média final 3 pelas seguintes notas expostas na Tabela 15:

Tabela 19 - Conceito ENADE das principais IES da YDUQS

Sigla da IES	Área de Avaliação	Conceito Enade
ESTÁCIO	CIÊNCIA DA COMPUTAÇÃO	2
	CIÊNCIAS BIOLÓGICAS	3
	DESIGN	3
	EDUCAÇÃO FÍSICA	3
	FILOSOFIA	3
	GEOGRAFIA	2
	HISTÓRIA	3
	LETRAS - INGLÊS	3
	LETRAS-PORTUGUÊS	2
	LETRAS-PORTUGUÊS E INGLÊS	3
	MATEMÁTICA	2
	PEDAGOGIA	3
	SISTEMAS DE INFORMAÇÃO	3
	TECNOLOGIA EM ANÁLISE E DESENVOLVIMENTO DE SISTEMAS	3
	TECNOLOGIA EM GESTÃO DA TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	3
	TECNOLOGIA EM REDES DE COMPUTADORES	2
IBMEC	ENGENHARIA CIVIL	4
	ENGENHARIA MECÂNICA	4
	ENGENHARIA DE PRODUÇÃO	3
Média	-	2,8

Fonte: autoria própria

13. **Nota MEC:** as notas do MEC, de forma similar ao conceito ENADE, demonstram a instituição Ibmec (tanto do Rio de Janeiro, quanto de São Paulo) a frente das

unidades Estácio, com uma diferença de um ponto entre as duas. Tais notas são descritas na Tabela 16:

Tabela 20 - Nota do MEC das principais IES da YDUQS

IES	Estácio	Ibmec
IGC	3	4

Fonte: autoria própria

5. PESQUISA E RESULTADOS

5.1. Fundamentação e prática de entrevistas

Como etapa final do trabalho, é imprescindível entender como cada um dos fatores apresentados no capítulo anterior é visto no mercado de concessão de crédito. Para tanto, foram conduzidas entrevistas qualitativas com cinco profissionais da área de risco de crédito. Os objetivos da pesquisa foram divididos em quatro etapas: i) mapear as informações básicas do entrevistado (como sua formação e tempo de atuação no mercado de crédito); ii) entender seu escopo profissional atual, quais mercados conhece e trata, fatores que leva em conta em suas análises e fatores específicos de mercados que conhece, assim como suas funções; iii) descobrir, dos fatores sugeridos para análises de IES, quais seriam relevantes em suas análises; iv) e, por fim, considerações finais sobre os fatores (quais o entrevistado já usou/usaria e seus motivos).

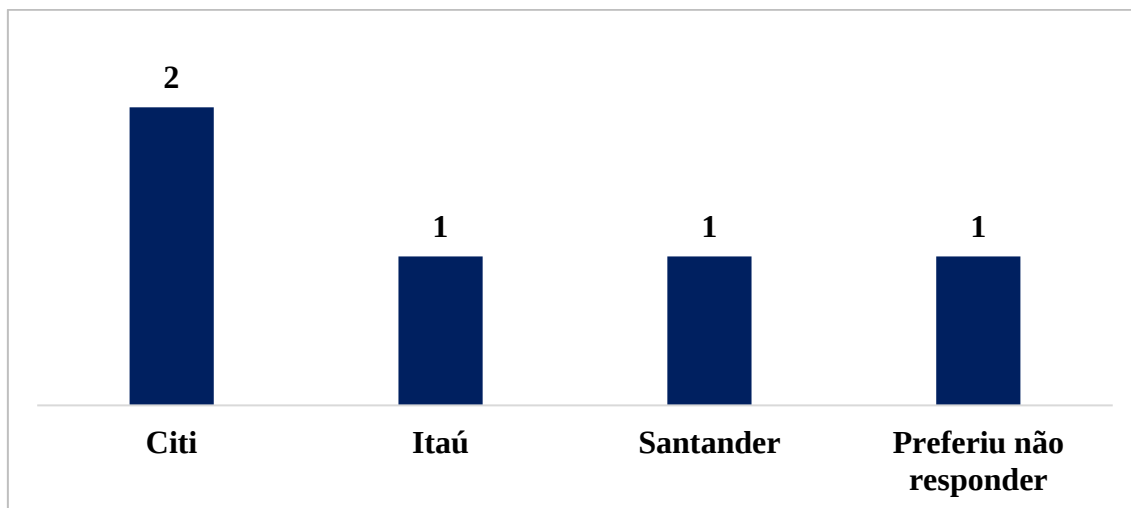
Para atingir todos estes objetivos, um roteiro foi montado (localizado no Apêndice A) para guiar as entrevistas e foram apresentadas a tabela com o resumo de cada fator (Tabela 4) e outra com o resumo de cada análise explicitada no item 4.3., por fator e empresa (localizada no Apêndice B). As entrevistas foram realizadas de forma síncrona pela plataforma *online*, *Google Meets*, e levaram em torno de 45 minutos cada, porém, para facilitar o entendimento, o roteiro e as outras duas tabelas de apoio foram enviadas por e-mail no início da reunião e foi pedido que consultassem de acordo com o momento da entrevista. Desta forma, o entrevistado consegue ter as aplicações de cada fator da forma que foi idealizado no trabalho e tem o entendimento facilitado, quando julga a relevância de cada um, por exemplo.

5.2. Perfis dos entrevistados

No total foram realizadas cinco entrevistas com diferentes profissionais da área de concessão de crédito. O objetivo na definição dos entrevistados foi encontrar diferentes perfis de atuação dentro da área de crédito. Desta forma, os dados básicos dos entrevistados variam em relação a empresa em que trabalham, tempo de atuação no mercado de crédito para empresas, formação acadêmica, principais segmentos que analisa (se são grandes, médias ou pequenas empresas) e os principais mercados que analisa.

O Gráfico 12 mostra que os entrevistados variaram entre 4 empresas diferentes, sendo que um deles preferiu não responder e dois trabalham no banco Citi.

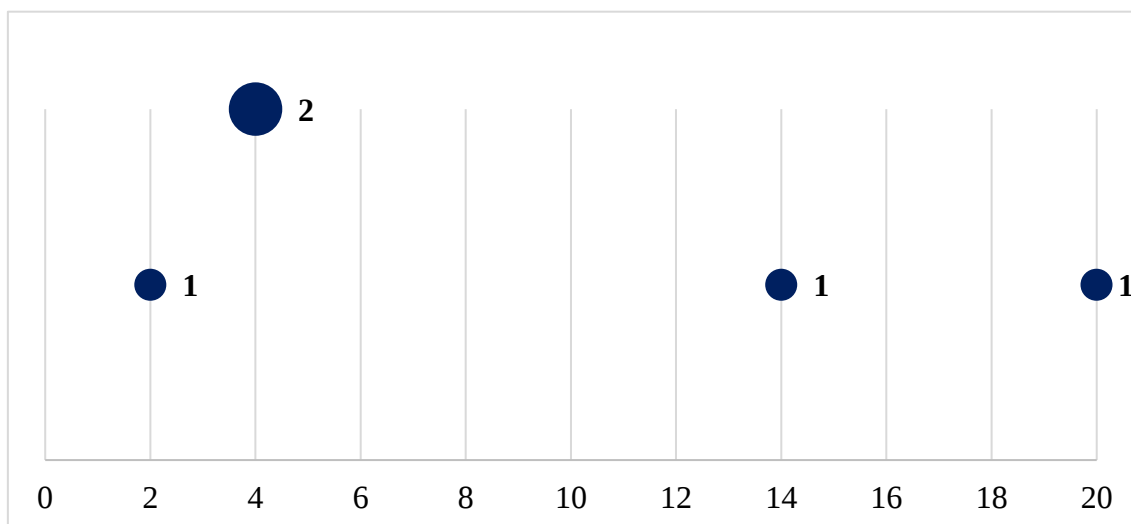
Gráfico 12 - Distribuição de empresas onde os entrevistados trabalham em número de entrevistados



Fonte: autoria própria

Por sua vez, o Gráfico 13 aponta que um dos entrevistados tem dois anos de experiência no mercado de concessão de crédito, dois têm quatro anos de atuação na área, um tem 14 e o mais experiente possui 20 anos de experiência. É relevante notar que dois entrevistados, um de 4 e outro de 14 anos de experiência no mercado, trabalham no mesmo banco desde o início da carreira.

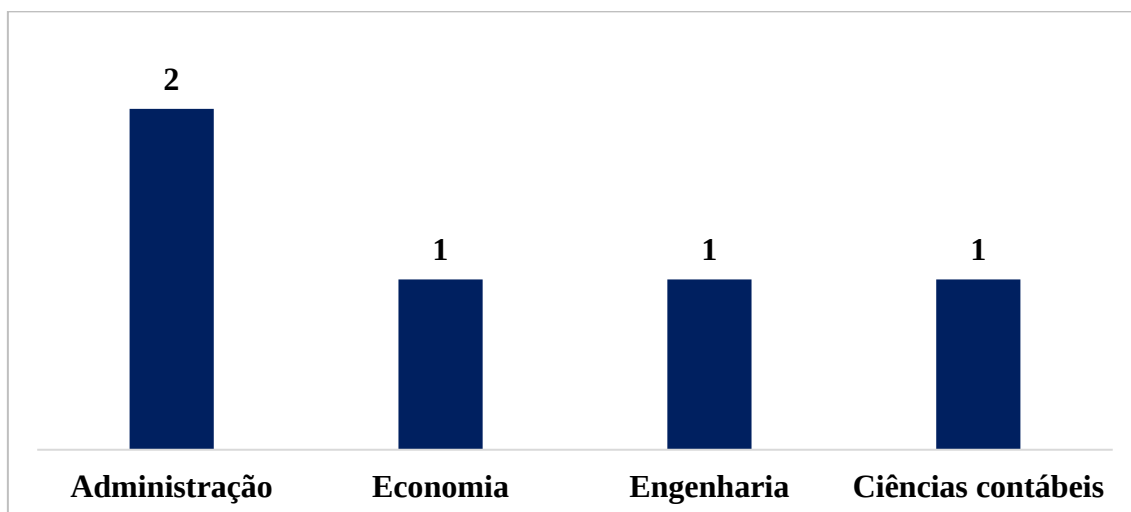
Gráfico 13 - Distribuição de número de entrevistados x Tempo de atuação no mercado em anos



Fonte: autoria própria

Por fim, o Gráfico 14 mostra que dois dos entrevistados cursaram administração, e os outros três variaram entre graduações em economia, engenharia e ciências contábeis.

Gráfico 14 - Distribuição de cursos de formação dos entrevistados



Fonte: autoria própria

Em relação às últimas informações relativas ao mercado de atuação, expostas na Tabela 17, alguns dos entrevistados apresentaram mais de um mercado no escopo de mercados que analisam. Três pontos são importantes para entender o racional dos perfis variados de mercado de atuação dos entrevistados:

1. Os mercados são relativos às empresas que analisam atualmente em seus empregos. Considerando isso, além do entrevistado 5, os outros dois que têm mais tempo de atuação (14 e 20 anos de mercado, como apontado no Gráfico 13), já analisaram empresas do mercado de ensino superior previamente em suas carreiras;
2. A variedade entre profissionais que analisaram/analisa empresas do mercado de ensino superior e aqueles que nunca haviam o feito foi considerada importante para obter diversidade nas respostas sobre as relevâncias dos fatores propostos. Aqueles que nunca haviam passado por este tipo de análise não tinham viés relacionado ao que é avaliado ou não, enquanto os experientes em crédito para IES privadas, já tinham ideia do que seria relevante. Desta forma, opiniões de pontos de vista distintos foram relatadas nas respostas dos próximos itens, enriquecendo a pesquisa.
3. Por fim, vale comentar que alguns tratam de parcelas particulares do mercado, como o entrevistado 3, que cuida somente de empresas de pecuária do ramo de aves, especificamente galinhas e frangos, dentro do contexto do agronegócio.

Tabela 21 - Mercados de atuação dos entrevistados

Entrevistado	Mercado 1	Mercado 2	Mercado 3
Entrevistado 1	Agronegócio	<i>Retail</i> (comércio de varejo)	
Entrevistado 2	Indústria Têxtil	Escritórios de advocacia	Tecnologia
Entrevistado 3	Agronegócio		
Entrevistado 4	Tecnologia	Indústria farmacêutica	
Entrevistado 5	Supermercados	Mercado educacional	

Fonte: autoria própria

5.3. Informações das atuações dos entrevistados no mercado de crédito

O objetivo da segunda etapa de questões foi entender quais fatores o entrevistado avalia comumente em suas análises (de acordo com o que a instituição em que trabalha demanda no processo), a quais fatores se atenta mais e quais/como são os fatores específicos dos mercados em que atuam.

Nesta linha, os fatores mais comentados pelos entrevistados foram os índices financeiros, o organograma organizacional e como a operação funciona. Em primeiro lugar, os índices citados pelos entrevistados foram aqueles apresentados no segundo capítulo do trabalho, pois fazem parte de todas as análises e são cruciais para entender a saúde financeira da empresa. Já o organograma, foi comentado por todos os entrevistados e consiste no quadro acionário da empresa, definindo as outras entidades que a controlam, assim como suas eventuais subsidiárias. Por fim, alguns comentaram que é preciso entender como a operação funciona de modo geral: como a empresa produz, como vende e como investe, por exemplo. O modelo operacional é crucial para que os analistas identifiquem riscos possíveis em conceder capital para o negócio.

Em relação aos fatores específicos, é interessante notar alguns que foram citados pelos entrevistados em relação aos mercados em que atuam, de modo a ilustrar quais tipos de fatores específicos são analisados no processo de concessão de crédito. Um exemplo vem de escritórios de advocacia, que são negócios naturalmente com poucas linhas de custos e necessidade de capital, já que suas despesas principais estão no pagamento de seus funcionários, principalmente por dividendos. Assim, se o escritório tem muitas

dívidas, pode indicar que está distribuindo muito mais dividendos do que está gerando com sua operação, o que é malvisto pela concessionária. Outro exemplo é relacionado ao mercado agrícola, no qual a análise dos profissionais sempre conta com informações sobre a qualidade das safras dos últimos tempos, índices climáticos e valor de mercado da mercadoria analisada. Por fim, um último exemplo trazido nas entrevistas, foi relacionado ao mercado do comércio de varejo, que tem como um dos pontos chave a análise do poder de compra do público-alvo através de índices macroeconômicos.

Todos os fatores específicos citados trazem uma luz em relação ao que pode ser levado em consideração de acordo com as características do mercado analisado e indicam algum espaço para inovar e trazer novos fatores que possam ser relevantes à luz da análise de crédito,

Os entrevistados também foram questionados em relação a sua satisfação com relação às análises que fazem atualmente e se mudariam algo, principalmente em relação a análise de algum fator específico. A resposta foi majoritariamente positiva, apenas com alguns entrevistados que comentaram um excesso de informações pedidas pelas instituições em que trabalham, mas nada em relação a falta ou preocupação em tomadas de riscos altos.

Por fim, os entrevistados foram perguntados em relação a familiaridade com análises de IES e quais fatores consideram/considerariam importantes. Os que já analisaram ou analisam o mercado educacional julgaram importantes alguns dos fatores que foram definidos ao longo do trabalho, mesmo antes de terem os visto, sendo estes os recebíveis de auxílios governamentais, direcionamento e montante de CAPEX da empresa e base de alunos por modalidade de ensino (presencial e à distância). Já os que nunca haviam analisado IES, comentaram fatores que também seriam abordados na próxima etapa da entrevista, porém diferentes daqueles citados pelos entrevistados que já fizeram análises do mercado, sendo o principal destes a qualidade do ensino. Desta forma, foi possível ter uma validação inicial de que a pesquisa bibliográfica e proposta de fatores têm alguma relação com a realidade do mercado. Além disso, a qualidade de ensino, apesar de não ser algo analisado costumeiramente, já se mostrou com potencial de uso para alguns analistas, caso estivessem inseridos em análises de IES.

5.4. Informações sobre os fatores sugeridos

A terceira etapa teve como função validar o potencial dos fatores sugeridos na Tabela 4. Para tanto, o contexto e o objetivo do trabalho foram explicados de forma resumida para os entrevistados e a tabela foi exposta com todos os fatores propostos, assim como as análises das três empresas realizadas de forma resumida (como exposto na tabela presente no Apêndice B). Desta forma, tendo todo o contexto do trabalho, foram feitas perguntas em relação a relevância de cada um dos fatores no âmbito das análises de mercado de ensino superior. Os entrevistados poderiam responder com um número inteiro de 0 a 5, sendo 0 a representação de “irrelevante para análises de crédito de IES” e 5 a representação de “imprescindível nas análises de crédito de IES”, e, em seguida, eram convidados a explicar o motivo de sua nota.

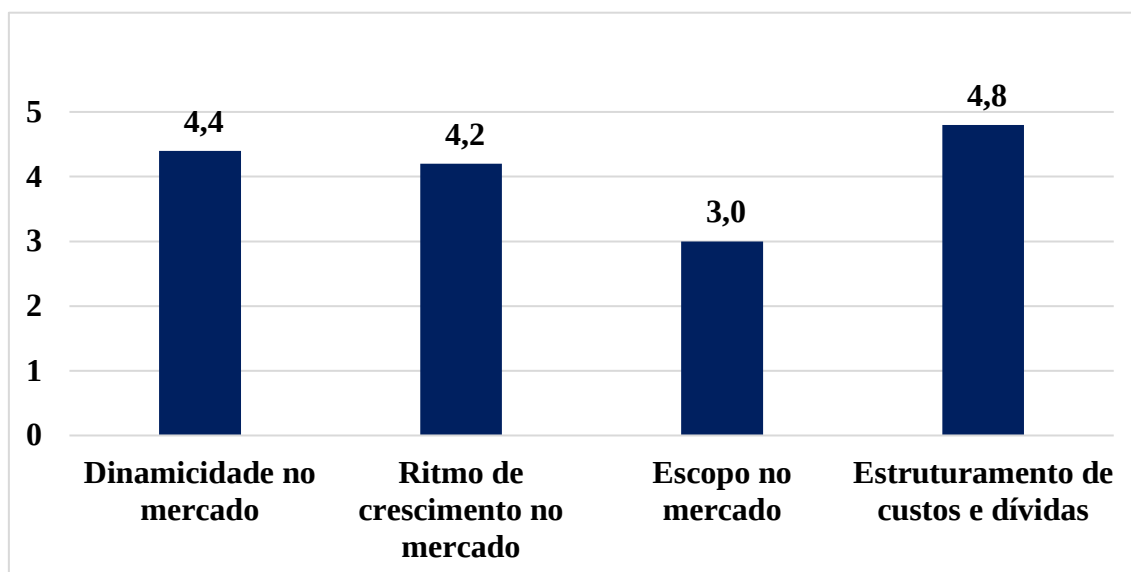
Nesta etapa, dois pontos foram de extrema importância: i) a diversidade de pessoas que já tiveram contato com análises de crédito para IES e pessoas que nunca tiveram; ii) e a ilustração de cada um dos fatores aplicados por meio das análises relativas às três empresas. O primeiro ponto permitiu que as entrevistas trouxessem pontos de vista tanto de pessoas que tinham respostas prontas para a relevância de alguns dos fatores (já que possivelmente os usaram em algum momento de suas carreiras), assim como de pessoas que nunca haviam considerado alguns dos fatores no geral ou no contexto de IES. Já o segundo, foi importante para garantir o entendimento em relação a cada um dos fatores, pois, além de suas definições, ter cada um aplicado a diferentes empresas traz um contexto muito melhor de como cada um seria aplicado em uma análise oficial dentro de alguma instituição financeira.

A seguir, estão explicitados as notas e comentários gerais obtidos por categoria de fator (de mercado e oportunidade, de recursos e acadêmicos).

5.4.1. Avaliação dos fatores de mercado e oportunidade

Os fatores de mercado e oportunidade tiveram as seguintes médias em relação à sua relevância, de acordo com o Gráfico 15:

Gráfico 15 - Média de notas de relevância para fatores de mercado e oportunidade



Fonte: autoria própria

A “Dinamicidade no mercado” foi o fator com a segunda maior média de relevância entre os entrevistados. Estes apontaram que sua importância está em auxiliar na construção do entendimento do quão preparada a IES está para lidar com o crescimento do EAD. Ainda foi dito que as novas tecnologias são um bom indício de vantagem competitiva das instituições.

Em relação ao “Ritmo de crescimento”, apesar de também ser importante e ter tido uma média final alta, recebeu alguns comentários relacionados ao contexto de cada empresa. Desta forma, foi achado que, apesar de ser muito importante olhar para o ritmo de crescimento dessas empresas e entender o quão rápido estão trazendo alunos, também é importante considerar seu contexto, por exemplo se ela está sendo financiada, ou se atende um segmento específico de mercado com preços de mensalidades e matrículas mais altos, então tem menor número de vagas em suas IES.

O “Escopo de mercado” foi o fator com menor média final de relevância. Assim como no fator anterior, os entrevistados comentaram que este fator depende muito do contexto da empresa. O número de universidades, segmentos do mercado atendidos e cursos disponíveis são muito relativos à estratégia da empresa, logo, apesar de ser importante para entender o negócio da IES, uma maior quantidade de cursos não é um indicativo direto de menor risco de crédito. Citando um dos entrevistados: “É mais

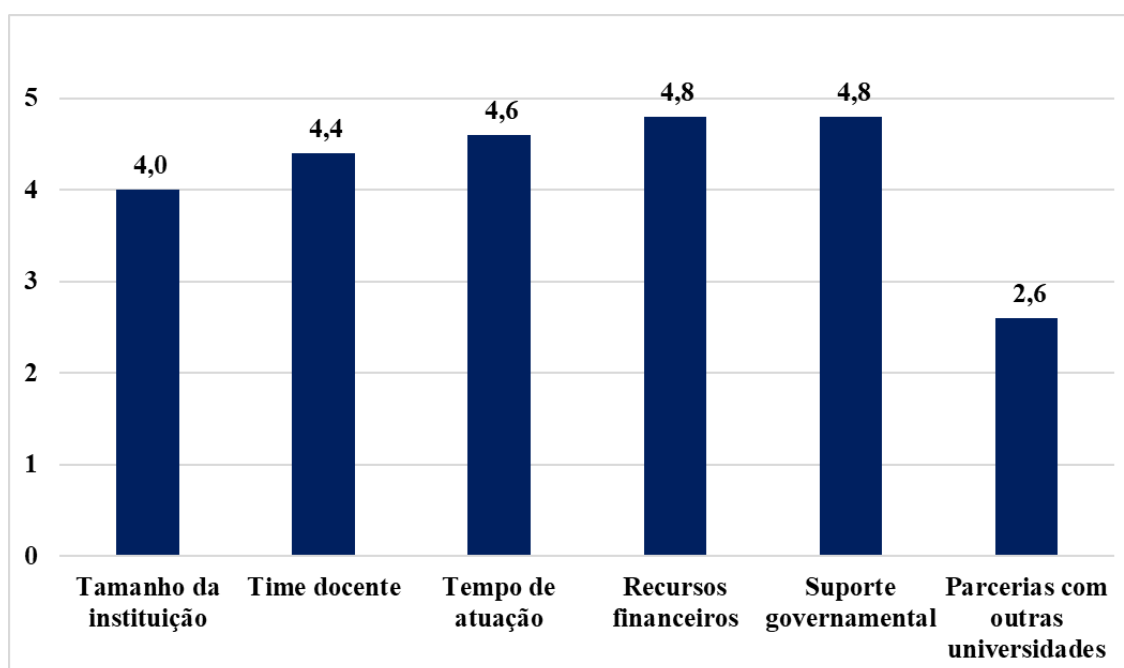
importante entender se a gestão é boa, tem sinergia e está trazendo resultados positivos, independente do escopo que atuam”.

Por fim, a “Estrutura de custos e dívidas” foi o fator com maior média. Isso se deve muito ao fato de serem fatores comuns a todas as análises que os entrevistados realizam, porém, também comentaram que o CAPEX é um fator de extrema importância para entender quanto a empresa está investindo em expansões da modalidade presencial, através de construções de novas unidades, e quanto está investindo em tecnologia, com novos softwares e plataformas digitais de ensino. Com esta informação, conseguem direcionar melhor a sugestão de crédito.

5.4.2. Avaliação dos fatores de recursos

Os fatores de recursos tiveram as seguintes médias em relação a sua relevância, de acordo com o Gráfico 16:

Gráfico 16 - Média de notas de relevância para fatores de recursos



Fonte: autoria própria

O “Tamanho da instituição” foi o segundo fator de recurso com menor média, porém ainda chegou em uma nota alta. Isto se deve ao fator ter sido julgado pelos entrevistados como uma maneira de entender de que modo a empresa está usando seu capital: se está investindo mais em polos digitais, ou se está investindo mais em unidades para o ensino presencial. Assim, é possível ter uma ideia melhor da real necessidade de

conceder o crédito e, de acordo com um dos entrevistados, “se o tamanho da linha (de crédito) é condizente com a estratégia da empresa”.

O fator de “Time docente”, além de importante para entender melhor o modelo de negócio da empresa, obteve uma nota alta por conta do custo do professor. Os entrevistados comentaram que o custo do professor qualificado é alto, logo, se a relação “alunos/professor” for alta, pode significar que a operação da IES necessita de menos capital de giro. Especialistas que já tiveram contato com análises de IES comentaram que a folha de pagamentos é sempre uma linha muito alta na DRE das instituições. Desta forma, se a relação indica muitos alunos por professor, quer dizer que a instituição de ensino está optando por um modelo EAD de aulas gravadas, por exemplo, e vai necessitar de caixa para investimentos em tecnologia ou polos digitais.

O “Tempo de atuação” se mostrou um fator bem relevante para os entrevistados, por trazer uma noção do quão experiente é o grupo que administra a empresa como um todo, especialmente em relação ao mercado de ensino superior. Porém, um dos entrevistados trouxe um ponto importante a se considerar: o tempo de atuação da empresa do mercado se torna menos importante se a empresa for nova, mas a administração e o corpo docente forem experientes. Desta forma, entra uma ressalva neste fator, que, no caso de IES novas, poderia ser olhado com o fator “Experiência no mercado” de Song, que se refere ao tempo de atuação no mercado (relativo à empresa) do time de funcionários do grupo, que neste caso, incluiria docentes e funcionários corporativos.

A disponibilidade de “Recursos financeiros” foi um de dois fatores que obteve maior média entre os de recursos. Isso se deve ao fato de, assim como no fator de “Estrutura de custos e dívidas”, tratar de índices financeiros comuns a todas as análises que os entrevistados fazem. Além disso, a maioria também comentou a importância de entender o Ciclo de Conversão de Caixa deste tipo de empresa, uma vez que, mesmo sem manter estoques, dependem muito de prazos na sua operação, pois as mensalidades e matrículas são vendidas a prazo. Assim, ciclos longos podem significar necessidade de caixa.

O fator de “Suporte governamental” foi o outro que obteve a maior média entre os fatores de recursos, pois os entrevistados afirmaram que uma quantidade muito alta a receber do governo através de auxílios, como o Fies, pode significar necessidade de

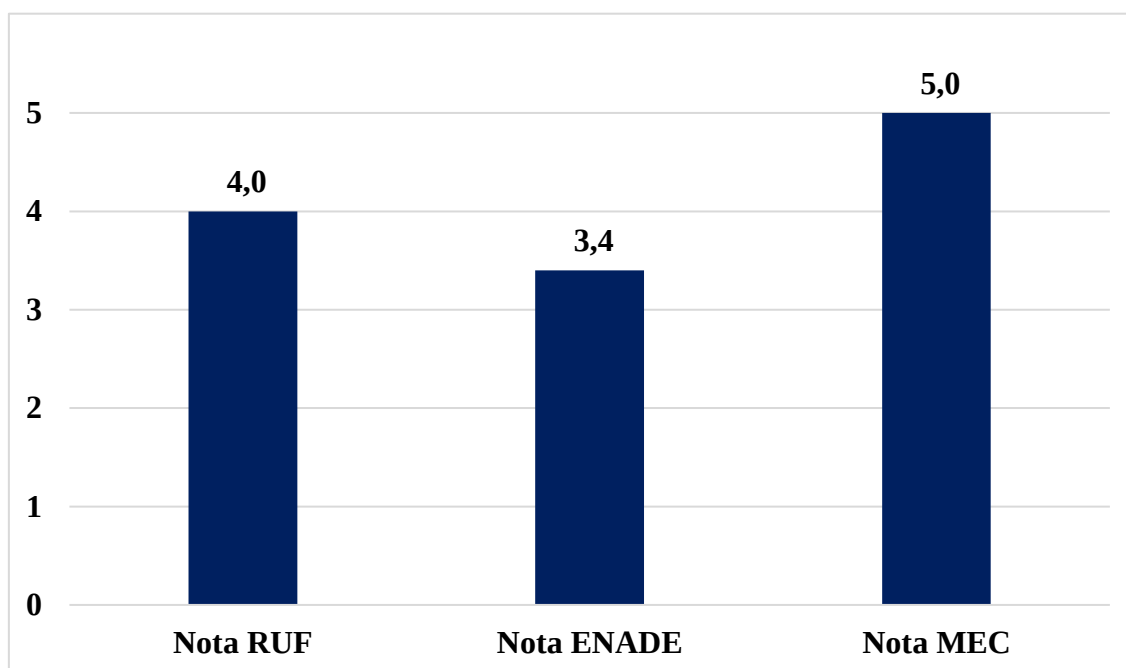
capital de giro e depender de montantes muito altos em forma de recebíveis governamentais, pode ser malvisto em algumas instituições concessionárias no momento de aprovação de crédito, por apresentar risco de atraso.

Por fim, o fator de “Parcerias com outras universidades” não foi tido como muito importante pelos entrevistados, que afirmaram, em sua maioria, ser algo pouco relevante para o risco de crédito relacionado à empresa ou sua operação, sendo muito mais importante entender a qualidade geral da educação.

5.4.3. Avaliação dos fatores acadêmicos

Os fatores de mercado e oportunidade tiveram as seguintes médias em relação à sua relevância, de acordo com o Gráfico 17:

Gráfico 17 - Média de notas de relevância para fatores acadêmicos



Fonte: autoria própria

Os entrevistados não tinham sido expostos aos fatores acadêmicos, mesmo que tivessem alguma experiência prévia nas análises do mercado de IES e, em relação ao aspecto de analisar a qualidade de ensino das instituições, julgaram ser algo imprescindível, caso estivessem em uma situação prática de análise. Tal argumento foi justificado pela importância de entender se a IES está provendo um serviço de qualidade, o qual é a chave para o sucesso de sua operação. Ainda disseram que, caso não esteja conseguindo satisfazer os discentes, não conseguirá aumentar sua base de clientes, o que

é extremamente importante em um modelo de negócios B2C (*Business to Consumer*, ou seja, que vende um serviço/produto diretamente ao consumidor final). Neste tipo de negócio, o número de clientes que aderem ao serviço ao longo de um mês é fixo, ou seja, a base adquirida em um mês só tem potencial de diminuir, pois já adquiriam o serviço e ainda estão sujeitos ao cenário de evasão. Ou seja, a IES é muito dependente de uma boa qualidade de ensino para que não haja tal evasão e para que os próprios alunos da base recomendem o curso para outros potenciais alunos, fazendo crescer a captação ao longo dos meses.

Nesta linha, avaliando as três notas descritas, todos concordaram que utilizariam a nota do MEC, por ser um índice mais conhecido e pelo fato do IGC tratar da qualidade de ensino como um todo. A nota do RUF também teve uma média alta, porém não chegou à média do fator do MEC por ser o produto de uma instituição privada. Já a nota do ENADE teve uma média final relativamente baixa por ser muito específica, considerando apenas a nota do Exame e não os fatores de ensino como um todo.

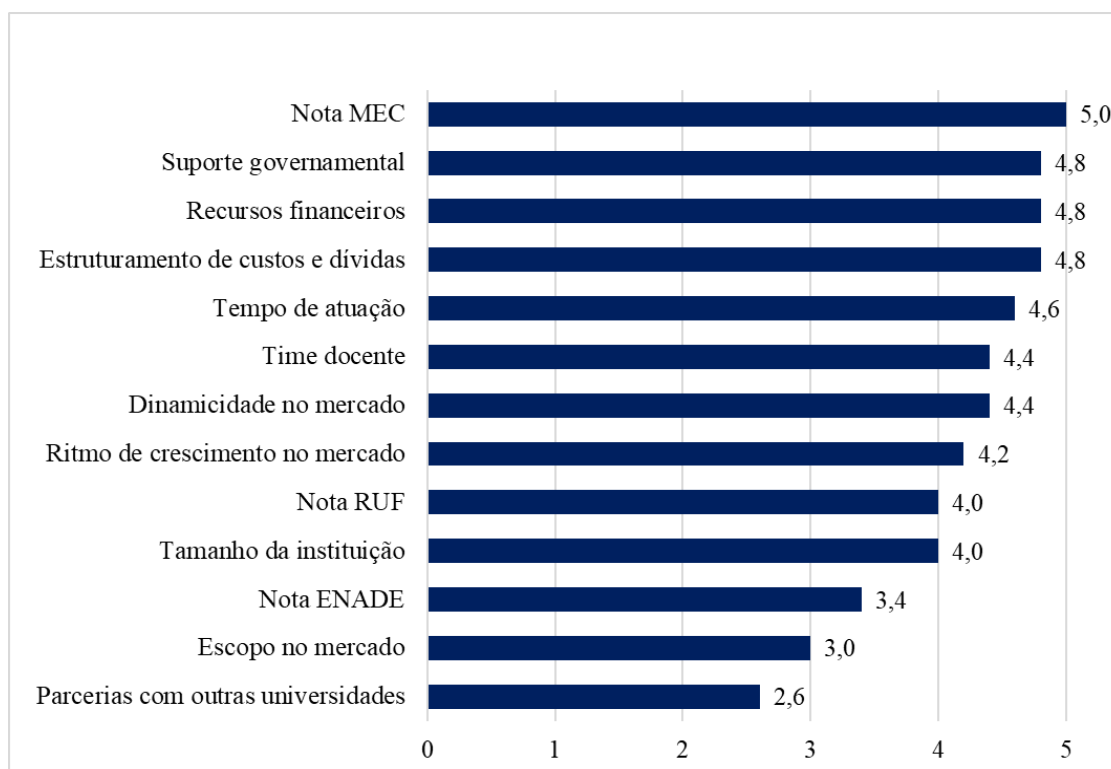
5.4.4. Considerações finais dos fatores

Por fim, os entrevistados foram questionados em relação a quais fatores, dos que não tiveram contato anterior à exposição realizada na entrevista, acharam mais e menos relevantes.

O fator mais relevante foi justamente a “Nota do MEC”, que obteve a maior média de relevância durante as entrevistas. Como comentado no subitem anterior, foi tido como o mais importante para entender se a qualidade da educação da IES é alta o suficiente para garantir a longevidade da operação da empresa. Já o menos relevante foi o fator de “Parcerias com outras universidades”, que obteve a menor média por não trazer muito contexto em relação a possíveis riscos de crédito.

Ainda, no total, os fatores ficaram na seguinte ordem em relação a sua média de relevância de acordo com os entrevistados, de acordo com o Gráfico 18:

Gráfico 18 - Consolidado das médias de notas de relevância



Fonte: autoria própria

5.5. Informações sobre potencial dos fatores e aplicações

Alguns dos fatores apresentados já haviam sido utilizados pelos entrevistados, mas adaptados para o contexto de outros mercados, como a dinamicidade, o ritmo de crescimento, escopo, tamanho da empresa e tempo de atuação. Contudo, é importante notar que os fatores aos quais foram expostos estavam adaptados para o mercado de ensino superior. Então o “Ritmo de crescimento no mercado” relativo ao aumento da captação de alunos não foi utilizado por nenhum dos entrevistados neste sentido em suas análises de outros mercados, por exemplo. Já os fatores relativos a índices financeiros (“Estruturamento de custos e dívidas” e “Recursos financeiros”), foram utilizados por todos os entrevistados em outros contextos, pois fazem parte de suas rotinas de análise, como explicitado no capítulo dois deste trabalho. Assim, a importância de expor os entrevistados a tais fatores foi entender sua relevância específica no mercado de ensino superior, como a maneira de olhar os investimentos de uma IES e, por este lado, foi comprovado que são fatores relevantes para a análise.

Ainda, alguns dos fatores específicos ao mercado de ensino superior (“time docente” e “Suporte governamental”) foram utilizados em análises prévias de IES pelos entrevistados que já haviam tido contato com análises de empresas do setor. Contudo, dos fatores que não tinham utilizado antes, todos entrevistados concordaram que o fator acadêmico “Nota do MEC” seria utilizado caso tivessem que realizar a análise de uma IES. O fator de “Suporte Governamental” também foi citado por todos os entrevistados que nunca tinham realizado uma análise IES, reforçando o ponto dos entrevistados que já haviam realizado o tipo de análise de que os recebíveis de FEIS e créditos de PROUNI são muito importantes para entender o caixa da empresa e, portanto, o risco de crédito.

Desta forma, foi possível corroborar a hipótese de que parte do mercado de crédito não analisa fatores acadêmicos costumeiramente, principalmente por diretrizes da instituição em que o analista de crédito trabalha não exigirem fatores do tipo na análise. Mesmo assim, existe valor em analisar a qualidade da educação providenciada pelas IES, pois, como descoberto durante as entrevistas, é o principal ponto que alavanca sua operação, uma vez que alunos satisfeitos e uma boa avaliação pública da qualidade de ensino são cruciais para impulsionar a imagem da empresa no mercado e atrair mais clientes.

5.6. Limitações do mapeamento e sugestões de próximos passos

De acordo com o método hipotético-dedutivo, os próximos passos tratariam de excluir fatores que foram falseados. Para isso, pode-se considerar que aqueles que tiveram nota de relevância menor que quatro (“Nota ENADE”, “Escopo no mercado” e “Parcerias com outras universidades”) não têm importância suficiente para serem destaques na análise. Assim, a partir dos fatores falseados, outros devem ser propostos realizando o mesmo processo de busca bibliográfica, ou algum outro método de pesquisa, como o empírico. Os novos fatores, somados aos que obtiveram nota de relevância maior do que quatro, devem ser testados novamente, repetindo o ciclo do método-hipotético dedutivo, como uma maneira de refinar a pesquisa. A importância de testar os mesmos fatores em um novo ciclo é descrita por Gil (2008):

Quando não se consegue demonstrar qualquer caso concreto capaz de falsear a hipótese, tem-se a sua corroboração, que não excede o nível do provisório. De acordo com Popper, a hipótese mostra-se válida, pois superou

todos os testes, mas não definitivamente confirmada, já que a qualquer momento poderá surgir um fato que a invalide. (GIL, 2008, p.13).

Como primeiro passo, seria interessante expandir as entrevistas para pessoas de outros bancos além dos principais listados e separá-las entre amostras de pessoas que têm contato com análises de IES e outras de pessoas que nunca tiveram esse contato para, então, comparar os resultados. Desta maneira, seria possível entender quais dos fatores propostos corroborar ainda mais os fatores que tiverem notas de relevância alta e entender mais a fundo o porquê de cada um ter tal importância.

Ademais, é importante notar que o número de entrevistas precisa ser expandido em pesquisas adjacentes a este trabalho. Apesar da quantidade reduzida ter sido parcialmente mitigada pela diversidade de bancos e tempos de experiência no mercado, seria interessante almejar amostras maiores, mas sempre mantendo a diversidade de perfis.

6. CONCLUSÃO

Com a pandemia da Covid-19, 2020 contou com uma corrida contra o tempo para que as instituições conseguissem se adaptar ao modelo de educação à distância, tanto em relação às tecnologias necessárias, quanto em relação às metodologias de ensino adequadas, pois, como afirma Sampaio (2020), “a simples transposição das tradicionais práticas pedagógicas para o universo digital não constitui garantia de que o processo de ensino e aprendizagem aconteça de forma efetiva”.

Por meio das entrevistas e análise dos resultados, foi possível perceber que os fatores acadêmicos propostos relativos à qualidade geral do ensino são relevantes sob o contexto da análise de crédito, mas ainda não utilizados. Contudo, dois pontos são importantes ao considerar esta afirmação: o porquê da importância de analisar a qualidade de ensino e forma que seria analisada.

Em relação ao primeiro ponto, foi observado durante o trabalho que a importância de observar a qualidade de ensino está em esta ser uma fator chave para o sucesso da IES como uma empresa que gera capital. Não há outro motivo, além de entender o potencial de sucesso a longo prazo da empresa, pois é com isto que a concessora consegue avaliar se terá retorno sobre o capital emprestado e, mais do que isto, se corre risco de inadimplência vendendo seu produto de crédito.

Já em relação ao segundo, a forma de analisar a qualidade de ensino se restringe a índices públicos e gerais relativos à qualidade de ensino. Por instituições financeiras contarem com centenas de empresas em suas esteiras de análise de crédito, seu foco é dar vazão aos casos, ao mesmo tempo que mantêm a qualidade do processo. Assim, buscam sempre contar com um conjunto enxuto dos fatores mais relevantes e de mais fácil acesso na análise. Por exemplo, a composição e qualificação do time profissional é um fator crítico de sucesso das operações na organização, principalmente considerando o aumento da diversidade do alunado com a ampliação do acesso à educação. De acordo com Laura de Veiga (2005), “o modelo educacional vigente, mais flexível e incluyente, passa a exigir maior habilidade e competência dos profissionais do ensino que deverão, além dos procedimentos pedagógicos propostos pela Escola, usar a sua criatividade na busca de novos métodos e técnicas”. Porém, por mais que entender a fundo a qualificação do corpo docente possa trazer mais acurácia na análise da operação da IES, os profissionais de

crédito dão preferência a um fator como nota do MEC, que é de fácil acesso e comparação com outras instituições. Outros aspectos, como a metodologia utilizada, caem no mesmo argumento, pois não são facilmente analisados e iriam requerer muito mais esforço dos analistas, o que não funcionaria no contexto de dezenas de empresas que precisam de análises todo mês e, justamente, tal fato foi constatado durante a maioria das entrevistas.

Existe tanto vontade, quanto necessidade de inclusão de fatores relativos à qualidade de ensino nas análises de crédito para IES. Uma análise que leva em conta quão bem os alunos estão sendo atendidos ajuda tanto a instituição financeira, que corre menos risco vendendo sua linha de crédito, quanto para o mercado de ensino superior, pois beneficiará as empresas que mais se preocupam com a formação humana.

7. REFERÊNCIAS

ABDOU, Hussein A.; POINTON, John. CREDIT SCORING, STATISTICAL TECHNIQUES AND EVALUATION CRITERIA: A REVIEW OF THE LITERATURE. **Intell. Sys. in Acc. Fin. Mgmt.**, [S. l.], p. 59-88, 22 jun. 2011. DOI 10.1002. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/isaf.325>. Acesso em: 14 set. 2022.

ANDERSON, Raymond. **The Credit Scoring Toolkit: theory and practice for retail credit risk management and decision automation**. New York: Oxford University Press Inc, 2007. 731 p. ISBN 978-0199226405.

BUENO, Jaciara Brizolla Moraes; SCHEIN, Zenar Pedro. EDUCAR PELA PESQUISA: PRÁTICA DE CONSTRUÇÃO E RECONSTRUÇÃO DO CONHECIMENTO CIENTÍFICO. **EDUCAR PELA PESQUISA**, [s. l.], 5 ago. 2017. Disponível em: https://www2.faccat.br/portal/sites/default/files/EDUCAR%20PELA%20PESQUISA_1.pdf. Acesso em: 10 maio 2022.

CALEFFI, Paula; MATHIAS, Alexandre J. L. **Universidade S.A: As companhias de capital aberto da educação superior no Brasil**. [S. l.]: FGV, 2017. 100 p. *E-book*.

CALDAS, A. V. S.; SILVA, E. DE S.; SILVA JÚNIOR, A. F. DE A.; CRUZ, U. DE B. Os efeitos da Covid-19 sobre os desempenhos das ações dos setores da B3. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 19, p. 15-28, 25 jan. 2021.

CAMPOS, Luís H. R. *et al.* O FIES Contribui Para a Atratividade das Carreiras de Licenciaturas e da Saúde?. **REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA**, [s. l.], 15 abr. 2020. DOI 0034-7140.20200008. Disponível em: <https://doi.org/10.5935/0034-7140.20200008>. Acesso em: 16 ago. 2022.

CASTRO SILVA, Gustavo Javier. **O ENSINO SUPERIOR PRIVADO: O CONFLITO ENTRE LUCRO, EXPANSÃO E QUALIDADE**. 2008. 282 p. Tese (Doutorado em Sociologia) - UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS DEPARTAMENTO DE SOCIOLOGIA, [S. l.], 2008. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/1701>. Acesso em: 7 jun. 2022.

CHRISTENSEN; HORN; JOHNSON. **Inovação na sala de aula**. Porto Alegre, Bookman, 2009.

COAD, Alex et al. FIRM AGE AND GROWTH PERSISTENCE. **Innovation Forum VI: Crisis, Innovation and Transition**, Paris, França, ed. 4, p. 1-15, 3 out. 2014. Disponível em:

https://cit2014.sciencesconf.org/conference/cit2014/pages/2014_09_05_PARIS_firm_age_and_growth_persistence.pdf. Acesso em: 9 ago. 2022.

CORSEUIL, C. H. (Org.). (2002). Estrutura salarial: Aspectos conceituais e novos resultados para o Brasil. Brasília: IPEA. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=5438

COUTINHO, L. Macroeconomic regimes and business strategies: an alternative industrial policy of Brazil in the wake of the 21st century. In: CASSIOLATO, J.; LASTRES, H.; MACIEL, M. (Ed.). **Systems of innovation and development – evidence from Brazil**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.

CUCOLO, Eduardo. Economia brasileira só retoma tendência pré-pandemia a partir de 2025, calcula FGV. **ECONOMIA EM DEBATE**, [S. l.], p. 1, 9 out. 2021. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/10/economia-brasileira-so-retoma-tendencia-pre-pandemia-a-partir-de-2025-calcula-fgv.shtml>. Acesso em: 15 ago. 2022.

EXAME Nacional de Desempenho dos Estudantes (Enade). [S. l.], 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/inep/pt-br/areas-de-atuacao/avaliacao-e-exames-educacionais/enade>. Acesso em: 12 out. 2022.

GIL, Antonio C. Métodos que proporcionam as bases lógicas da investigação: Método hipotético-dedutivo. In: GIL, Antonio C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. rev. São Paulo: Atlas S.A., 2008. cap. 2, p. 12-13. ISBN 978-85-224-5142-5. Disponível em: <https://ayanrafael.files.wordpress.com/2011/08/gil-a-c-mc3a9todos-e-tc3a9nicas-de-pesquisa-social.pdf>. Acesso em: 3 maio 2022.

GUSSO, Hélder Lima et al. ENSINO SUPERIOR EM TEMPOS DE PANDEMIA: DIRETRIZES À GESTÃO UNIVERSITÁRIA. **DEBATES & POLÊMICAS**, Santa Catarina, Brasil, p. 1-27, 25 set. 2020. DOI ES.238957. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/ES.238957>. Acesso em: 10 ago. 2022.

HAND, D. J.; HENLEY, W. E. Statistical Classification Methods in Consumer Credit Scoring: A Review. **Journal of the Royal Statistical Society**, [S. l.], p. 523-541, 22 jul. 1997. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2983268>. Acesso em: 17 ago. 2022.

IGC Contínuo - MEC. [S. l.]: Ministério da Educação, 2019. Disponível em: <http://portal.mec.gov.br/>. Acesso em: 5 out. 2022.

KAPLAN, Abraham. **A conduta na pesquisa: metodologia para as ciências do comportamento**. São Paulo: Herder, 1972.

KOLARI, James W.; GUP, Benton E. **Commercial Banking: The Management of Risk**. 3. ed. [S. l.]: Wiley, 2005. 548 p. ISBN 0471469491, 9780471469490.

LEWIS, E. M. **An introduction to credit scoring**. San Rafael: Fair Isaac and Co., Inc, 1992.

LIMA, Marcus Vinicius Andrade et al. FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO NA EDUCAÇÃO SUPERIOR BRASILEIRA. **Revista Gestão Universitária na América Latina - GUAL**, Santa Catarina, Brasil, ano 2012, v. 5, n. 3, p. 245-263, 6 dez. 2012. DOI 1983-4535.2012v5n3p245. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.5007/1983-4535.2012v5n3p245>. Acesso em: 1 ago. 2022.

LIMONGI, Fernando P. Acesso à Universidade de São Paulo: Atributos socioeconômicos dos excluídos e dos ingressantes no exame vestibular. **Núcleo de Pesquisas sobre Ensino Superior**, [s. l.], 13 mar. 2002. Disponível em: <https://sites.usp.br/nupps/downloads/docs/dt0203.pdf>. Acesso em: 11 jul. 2022.

MOORE, Simon. What You Can Learn From Harvard's, Stanford's And Yale's Investments. **Forbes**, [S. l.], p. 1, 23 jun. 2017. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/simonmoore/2017/06/13/what-you-can-learn-from-harvards-stanford-and-yales-investments/?sh=741d28781a3d>. Acesso em: 13 set. 2022.

PESENTE, Ronaldo. SEGMENTOS DO MERCADO FINANCEIRO: MERCADO DE CRÉDITO. **Mercados financeiros**, [s. l.], 15 out. 2019. Disponível em: <https://repositorio.ufba.br/handle/ri/30851>. Acesso em: 26 jul. 2022.

QUEIROZ, Fernanda Cristina Barbosa Pereira; QUEIROZ, Jamerson Viegas. ACESSO E PERMANÊNCIA NO ENSINO SUPERIOR BRASILEIRO: HÁ SUPERDIMENSIONAMENTO DA OFERTA?. **IV Colóquio Internacional sobre Gestão Universitária na América do Sul**, Florianópolis, SC, BR, ed. 4, p. 1-11, 10 dez. 2004. Disponível em: <http://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/35677>. Acesso em: 5 jul. 2022.

RANKING de universidades. [S. l.], 2019. Disponível em: <https://ruf.folha.uol.com.br/2019/ranking-de-universidades/principal/>. Acesso em: 14 set. 2022.

RELAÇÕES com investidores. [S. l.]: COGNA, 2021. Disponível em: <https://ri.cogna.com.br/servicos/arquivos/>. Acesso em: 6 set. 2022.

RELAÇÕES com investidores. [S. l.]: Vitru Educação, 2021. Disponível em: <https://investors.vitru.com.br/financials-filings/quarterly-results>. Acesso em: 6 set. 2022.

RELAÇÕES com investidores. [S. l.]: YDUQS, 2021. Disponível em: <https://www.yduqs.com.br/listresultados.aspx?idCanal=QueRek9lx6lY8glbPTs6XA==>. Acesso em: 6 set. 2022.

SAMPAIO, Renata Maurício. Práticas de ensino e letramentos em tempos de pandemia da COVID-19. **Research, Society and Development**, [s. l.], v. 9, ed. 7, 20 maio 2020. DOI rsd-v9i7.4430. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.33448/rsd-v9i7.4430>. Acesso em: 11 abr. 2022.

SENHORAS, Eloi; TAKEUCHI, Katiuchia P. A Análise Estrutural do Ensino Superior Privado sob Perspectiva. **Análise Estrutural do Ensino Superior Privado**, [S. l.], p. 1-13, 5 jan. 2006. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/228422989_A_analise_estrutural_do_ensino_superior_privado_sob_perspectiva. Acesso em: 27 jul. 2022.

SGUISSARDI, Valdemar. **Universidade pública estatal: entre o público e privado-mercantil**. *Educ. Soc.* v. 26, n. 90, p. 191-222, jan./abril, 2005.

SONG, Michael; PODOYNITSYNA, Ksenia; BIJ, Hans van der; HALMAN, Johannes I. **M.Success Factors in New Ventures: A Meta-analysis**. [S.l.]. 2008.

STRELNIK, E. U. *et al.* Key Performance Indicators in Corporate Finance. **Asian Social Science**, [s. l.], ano 2015, v. 11, n. 11, p. 369-373, 31 mar. 2015. Disponível em: 10.5539/ass.v11n11p369. Acesso em: 13 jul. 2022.

TUFFANI, Eduardo. CENTENÁRIO DA UNIVERSIDADE BRASILEIRA: PARA A HISTÓRIA DA UNIVERSIDADE DE MANAUS (1909/1910-1926). **SOLETRAS**, [S. l.], p. 64-80, 15 jul. 2009. DOI 10.12957. Disponível em: <https://doi.org/10.12957/soletras.2009.7006>. Acesso em: 9 maio 2022.

VILLAÇA, M.J. O conceito de liquidez. **Revista de Administração de Empresas**, v.9, n.1, p. 33 - 53, 1969.

WASHBURN, Jennifer. University, Inc: The Corporate Corruption of Higher Education. **New York: Basic Books**, Nova Iorque, p. 326, 2005. E-book. 326p.

ZOUAIN, D. M.; FERREIRA, C. da C.; MACEDO, M. Álvaro da S.; SANT'ANNA, P. R. de; LONGO, O. C.; BARONE, F. M. Gestão de capital de giro: contribuição para as micro e pequenas empresas no Brasil. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, RJ, v. 45, n. 3, p. 863 a 884, 2011. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rap/article/view/7018>. Acesso em: 17 jun. 2022.

8. APÊNDICE A – FORMULÁRIO COMPLETO DA ENTREVISTA

#	Pergunta	Tipo de resposta
<i>1. Informações básicas sobre o entrevistado</i>		
1.1	Em qual empresa trabalha?	nome/prefiro não responder
1.2	Há quanto tempo atua no mercado?	número de anos
1.3	Qual sua formação educacional?	resposta livre
1.4	Quais são os principais segmentos que analisa?	pequenas empresas, médias empresas, grandes empresas
1.5	Quais são os principais mercados que analisa?	educação, café, supermercados, ...
<i>2. Informações sobre a atuação do entrevistado na análise de crédito</i>		
2.1	Quais são os principais fatores que a empresa avalia na análise de crédito?	índices financeiros, número de funcionários da empresa, anos de atuação, ...
2.2	Quais são os principais fatores que você também leva em conta na análise?	resposta livre
2.3	Quais mercados requerem avaliações de fatores específicos?	escritórios de advocacia, supermercados, redes de farmácias, ...
2.3.1	Caso cite:	-
2.3.1.1	Quais são esses fatores?	resposta livre
2.4	Por quais motivos avalia tais fatores específicos no contexto destes mercados?	resposta livre
2.5	Quão satisfatório considera o método de análise de crédito que utiliza hoje?	0-5
2.5.1	Por qual motivo deu essa nota?	resposta livre
2.6	Já teve contato com análises de empresas de ensino superior?	sim/não
2.6.1	Caso sim:	
2.6.1.1	Nessa(s) ocasião(ões), usou algum outro fator além dos comuns?	sim/não
2.6.1.1.1	Caso sim:	-
2.6.1.1.1.1	Quais fatores?	resposta livre
2.6.2	Caso não:	-
2.6.2.1	Se tivesse que analisar, usaria algum fator além dos comuns?	sim/não
2.6.2.1.1	Caso sim:	-
2.6.2.1.1.1	Quais fatores?	resposta livre

3. Informações sobre os fatores sugeridos

3.1	Quão relevante julga o fator "Dinamicidade no mercado"?	0-5
3.1.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.2	Quão relevante julga o fator "Ritmo de crescimento no mercado"?	0-5
3.2.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.3	Quão relevante julga o fator "Escopo no mercado"?	0-5
3.3.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.4	Quão relevante julga o fator "Estruturamento de custos e dívidas"?	0-5
3.4.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.5	Quão relevante julga o fator "Tamanho da instituição"?	0-5
3.5.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.6	Quão relevante julga o fator "Time docente"?	0-5
3.6.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.7	Quão relevante julga o fator "Tempo de atuação"?	0-5
3.7.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.8	Quão relevante julga o fator "Recursos financeiros"?	0-5
3.8.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.9	Quão relevante julga o fator "Suporte governamental"?	0-5
3.9.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.10	Quão relevante julga o fator "Parcerias com outras universidades"?	0-5
3.10.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.11	Quão relevante julga o fator "Nota RUF"?	0-5
3.11.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.12	Quão relevante julga o fator "Nota ENADE"?	0-5
3.12.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.13	Quão relevante julga o fator "Nota MEC"?	0-5
3.13.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.14	Dentre os fatores que nunca tinha usado antes apresentados, qual achou menos relevante para este mercado?	número do fator

3.14.1	Por qual motivo?	resposta livre
3.15	Dentre os fatores que nunca tinha usado antes apresentados, qual achou mais relevante para este mercado?	número do fator
3.15.1	Por qual motivo?	resposta livre
4. Informações sobre potencial dos fatores e suas aplicações		
4.1	Caso tenha feito análises de IES antes, já usou algum dos fatores nas suas análises?	sim/não
4.1.1	Caso sim:	-
4.1.1.1	Quais fatores?	números dos fatores
4.2	Usaria algum dos fatores propostos que não conhecia antes na análise de crédito de uma IES?	sim/não
4.2.1	Caso não:	-
4.2.1.1	Por quais motivos?	resposta livre
4.2.2	Caso sim:	-
4.2.2.1	Quais dos fatores?	números dos fatores
4.2.2.2	Por quais motivos?	resposta livre

9. APÊNDICE B – TABELAS RESUMO DA APLICAÇÃO DOS FATORES

	Fator	COGNA (Kroton)
Fatores de mercado e oportunidade	Dinamicidade no mercado	Plataformas digitais e hub de inovação internacional
	Ritmo de crescimento no mercado	Aquisição de empresas (Educbank); +40,3% de captação em 2021; 76,3% de alunos no EAD
	Escopo no mercado	Anhanguera, Unopar, Unime, Uniderp, Unic (graduação presencial e digital); LFG (pós-graduação digital); Fama (graduação presencial)
	Estruturamento de custos e dívidas	CAPEX de R\$ 396,1 M (40% do total investido); Dívida líquida/EBITDA = 2,16x
Recursos	Tamanho da instituição	176 unidades; 1.536 polos; 552 mil alunos EAD e 292 mil alunos presenciais
	Time docente	9.446 professores/tutores; Professor/aluno = 90
	Tempo de atuação	22 anos no mercado de ensino superior
	Recursos financeiros	Liquidez: 1,70; Estoque: 70; Receber: 155; Pagar: 185; CCC: 40
	Suporte governamental	R\$ 237,9 M (ProUni e FIES)
	Parcerias com outras universidades	Programa Universidades Santander
Acadêmicos	Posição RUF	RUF universidades: 169; RUF cursos: 200
	Nota ENADE	2
	Nota MEC	3

	Fator	Vitru Educação
Fatores de mercado e oportunidade	Dinamicidade no mercado	Software de IA "Prova Supervisionada"; Plataforma de informações online "Flex cursos"
	Ritmo de crescimento no mercado	Média de crescimento na captação de 40%; 98,3% dos alunos na modalidade EAD
	Escopo no mercado	Uniasselvi e UniCesumar (graduação com foco online)
	Estruturamento de custos e dívidas	CAPEX de R\$ 58,3 M; Dívida líquida/EBITDA = 0,31x, com dívidas relativas à aquisição da Unicesumar
Recursos	Tamanho da instituição	1.946 polos; 699,2 mil alunos EAD e 22,3 mil alunos presenciais
	Time docente	3.000 professores/tutores; Professor/aluno = 240
	Tempo de atuação	23 anos no mercado de ensino superior
	Recursos financeiros	Liquidez: 1,98; Estoque: 0; Receber: 81; Pagar: 63; CCC: 18
	Suporte governamental	R\$ 22,2 M (ProUni e FIES)
	Parcerias com outras universidades	Programa Universidades Santander + 40 parcerias com universidades em 15 países
Acadêmicos	Posição RUF	RUF cursos: 187 e 834
	Nota ENADE	3
	Nota MEC	3,5

	Fator	YDUQS
Fatores de mercado e oportunidade	Dinamicidade no mercado	Acervo digital para apoiar modelo presencial (plataforma Aura)
	Ritmo de crescimento no mercado	12,8% na base presencial; 120,5% de crescimento na base EAD
	Escopo no mercado	2 universidades principais (Ibmec e Estácio)
	Estruturamento de custos e dívidas	CAPEX de R\$ 543,8 M (42% investido em TI); Dívida líquida/EBITDA = 1,8x
Recursos	Tamanho da instituição	2.030 polos; 953 mil alunos EAD e 256 mil alunos presenciais
	Time docente	9.829 professores/tutores; Professor/aluno = 127
	Tempo de atuação	52 anos no mercado de ensino superior
	Recursos financeiros	Liquidez: 0,4; Estoque: 1; Receber: 80; Pagar: 33; CCC: 47
	Suporte governamental	R\$ 241,5 M (ProUni e FIES)
	Parcerias com outras universidades	Programa Universidades Santander + 17 parcerias com universidades em 8 países
Acadêmicos	Posição RUF	RUF universidades: 88; RUF cursos: 17 e 35
	Nota ENADE	3
	Nota MEC	3,5