

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	4
5.3 - Descrição - Controles Internos	8
5.4 - Alterações significativas	9

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	10
10.2 - Resultado operacional e financeiro	30
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	34
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	35
10.5 - Políticas contábeis críticas	36
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	38
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	40
10.8 - Plano de Negócios	41
10.9 - Outros fatores com influência relevante	42

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

Riscos Identificados

Riscos de Mercado

O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Esta influência, bem como as condições políticas e econômicas brasileiras, podem afetar adversamente nossas atividades e o valor de mercado de nossos valores mobiliários.

A economia brasileira ficou marcada em décadas anteriores por intervenções frequentes do Governo Federal nas políticas monetária, de crédito, fiscal, dentre outras. As ações já incluíram inclusive, controle sobre preços e salários, desvalorização da moeda, controle de remessa de capitais, limites para as importações e congelamento de contas correntes. Não temos controle e não podemos prever quais medidas ou políticas o Governo Federal poderá adotar no futuro. Nossos negócios, condição financeira e resultados, bem como o valor de mercado das ações da Companhia, podem ser adversamente afetados por tais intervenções, bem como por outros fatores econômicos, tais como: (i) aumentos na taxa de inflação; (ii) políticas cambiais; (iii) crescimento econômico nacional; (iv) instabilidade social; (v) diminuição de liquidez dos mercados domésticos de capital e de empréstimo; (vi) ambiente regulatório pertinente às atividades da Companhia; (vii) política monetária; (viii) taxas de juros; (ix) alterações nas normas trabalhistas e tributárias; e (x) outras questões políticas, diplomáticas, sociais e econômicas no Brasil ou que afetem o Brasil.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do Governo Federal nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores poderá contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro. Desta maneira, os acontecimentos futuros na economia brasileira poderão afetar adversamente as atividades da Companhia e os seus resultados.

Os acontecimentos e a percepção de risco em outros países, especialmente nos Estados Unidos, Comunidade Europeia, países da América Latina e de mercados emergentes, podem afetar o valor de nossos valores mobiliários.

O valor de mercado de valores mobiliários de ações ou de dívidas emitidos por nós pode ser afetado por condições econômicas e de mercado em outros países, inclusive os Estados Unidos, China, países europeus e outros países da América Latina e de mercados emergentes. Crises em outros países podem diminuir o interesse dos investidores pelos valores mobiliários de emissores com operações na América Latina e inclusive em nossos valores mobiliários. Além disso, a crise financeira originada nos Estados Unidos no quarto trimestre de 2008 resultou em um cenário recessivo em escala global, com diversos reflexos, que direta ou indiretamente afetaram de forma negativa o mercado acionário e a economia do Brasil, tais como oscilações nas cotações de valores mobiliários de companhias abertas, falta de disponibilidade de crédito, desaceleração generalizada da economia mundial, instabilidade cambial e pressão inflacionária.

A reação dos investidores aos acontecimentos nesses outros países pode causar um efeito adverso sobre o valor de mercado dos valores mobiliários de companhias brasileiras, inclusive de nossos valores mobiliários. Crises em outros países podem dificultar ou impedir nosso acesso ao mercado de capitais e ao financiamento das nossas operações no futuro, em termos aceitáveis, bem como, direta ou indiretamente, dificultar ou impedir nosso acesso a mercados internacionais, afetando negativamente os nossos resultados operacionais, nosso valor de mercado e nossa condição financeira.

A inflação e os esforços do Governo Federal para combater a inflação, como a

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil, podendo prejudicar nossas atividades e o preço de mercado de nossos valores mobiliários.

No passado, o Brasil registrou índices de inflação extremamente altos. A inflação e algumas medidas tomadas pelo Governo Federal com o intuito de controlá-la, combinada com a especulação sobre eventuais medidas governamentais a serem adotadas, tiveram efeito negativo significativo sobre a economia brasileira, contribuindo para a incerteza econômica existente no Brasil e para o aumento da volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro.

As medidas do Governo Federal para controle da inflação frequentemente têm incluído a manutenção de política monetária restritiva com altas taxas de juros, restringindo assim a disponibilidade de crédito e reduzindo o crescimento econômico. Como consequência, as taxas de juros têm flutuado de maneira significativa. Por exemplo, a taxa anual de inflação medida pelo Índice Geral de Preços – Mercado, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (“IGP-M”) caiu de 20,10% em 1999 para 5,53% em 2013. Em contrapartida, em caso de redução acentuada das taxas de juros, poderá ocorrer elevação da inflação, reduzindo os investimentos em estoque de capital e a taxa de crescimento da economia, bem como trazendo efeitos adversos ao país, podendo, inclusive, afetar nossas atividades. As taxas de juros têm flutuado de maneira significativa. Por exemplo, as taxas de juros oficiais no Brasil no final de 2011, 2012 e 2013 foram de 11,00%, 7,50% e 10,00%, respectivamente, conforme estabelecido pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (“COPOM”) e, em 02 de abril de 2014, estavam em 11,00%.

A elevação da taxa de juros pode diminuir nosso retorno devido a nosso endividamento indexado a taxas de juros variáveis. Em 31 de dezembro de 2013, do endividamento de R\$ 322,8 milhões, 14,84% ou R\$ 47,9 milhões estavam indexados a taxas de juros pré-fixadas e 85,16% ou R\$ 274,9 milhões a taxas de juros variáveis. Aproximadamente 85,16% do endividamento total da Companhia em 31 de dezembro de 2013, ou R\$ 274,9 milhões, estão indexados à CDI e serão diretamente impactados pela elevação da taxa de juros.

Caso não haja o repasse do aumento dos custos decorrentes da inflação para o preço das mensalidades cobradas pela Companhia a seus alunos em valores suficientes e prazo hábil para cobrir os crescentes custos operacionais, tal aumento poderá afetar adversamente a Companhia.

Riscos Políticos

O Governo Federal frequentemente intervém na economia do País e ocasionalmente realiza modificações significativas em suas políticas e normas. As medidas tomadas para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, implicam aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de preços, desvalorização cambial e controle de capital. As atividades da Companhia, sua situação financeira e resultados poderão ser prejudicados de maneira relevante por essas.

O risco regulatório inerente ao sistema educacional brasileiro pode afetar a Estácio via os principais programas públicos de incentivo à educação privada (FIES e PROUNI) em que sua não perpetuidade poderá afetar negativamente a atividade e resultados da empresa.

Risco de crédito

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso endividamento bruto totalizou R\$322,8 milhões considerando (i) o valor do nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) correspondente a R\$274,9 milhões, (ii) o nosso saldo a pagar de tributos correspondente a R\$8,4 milhões e (iii) os nossos

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

compromissos para pagamentos futuros que somaram R\$39,5 milhões. Na mesma data, contávamos com um caixa líquido de R\$416,4 milhões, composto pelo nosso endividamento bruto de R\$322,8 milhões e o caixa somado aos equivalentes de caixa correspondente a R\$739,2 milhões.

Estamos sujeitos a determinadas obrigações contratuais que impõem restrições às nossas operações, incluindo a manutenção de níveis de endividamento mínimo, de acordo com os termos e as condições de contratos de financiamento que celebramos e de nossa escritura de emissão de debêntures. Na hipótese de descumprimento por parte da nossa Companhia de quaisquer dessas obrigações contidas nos referidos instrumentos, a totalidade do valor principal, juros futuros e quaisquer multas devidas nos termos dos referidos instrumentos poderão tornar-se imediatamente devidos e exigíveis. Para maiores informações sobre os *covenants* a que estamos sujeitos em razão de nossos contratos de financiamento, vide itens 10.1 (f) (iv) e 18.10 deste Formulário de Referência.

O aumento significativo do nosso endividamento ou a existência de limitações sobre o mesmo poderá nos impedir de celebrar novos contratos para financiamento de nossas operações ou para refinanciamento de nossas obrigações existentes, o que poderá afetar adversamente nosso negócio, resultados operacionais e situação financeira. Dessa forma, caso precisemos incorrer em novo endividamento em razão de nossa estratégia de expansão ou por quaisquer outras necessidades de capital, poderemos ser impedidos de contratá-lo em virtude dessas restrições ou ser obrigados a pagar antecipadamente o endividamento a respeito do qual as restrições serão aplicadas, o que poderá limitar nossa estratégia de expansão e afetar negativamente nosso fluxo de caixa e nossos resultados operacionais.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado***a) Riscos para os quais se busca proteção***

A Companhia sempre avalia a necessidade de buscar proteção para os riscos de crédito, risco de taxa de juros (por conta de remuneração de nossas aplicações financeiras e de nossas dívidas atualmente incorridas) e risco de liquidez (recursos necessários para pagamentos de obrigações nos prazos adequados). Para mais informações sobre os parâmetros adotados no gerenciamento constante desses riscos, ver o item (d) abaixo.

Tendo em vista a natureza das nossas atividades e os riscos incorridos que foram mapeados, entendemos que não há necessidade nesse momento de buscarmos proteção especial adicional para nenhum tipo de risco. No entanto, a Companhia entende que o gerenciamento de risco é fundamental para apoiar seu plano de crescimento, planejamento estratégico e flexibilidade financeira. Dessa forma, desenvolveu sua estratégia de gerenciamento de riscos com o objetivo de proporcionar uma visão integrada dos riscos aos quais está exposta. Para tanto, avalia periodicamente não apenas o impacto das variáveis do mercado financeiro sobre os resultados do negócio, mas também potenciais riscos provenientes de obrigações assumidas pela nossa Companhia, aqueles inerentes a processos internos inadequados ou deficientes, pessoas, sistemas ou eventos externos, dentre outros.

b) Estratégia de proteção patrimonial (hedge)

Não fazemos uso de transações envolvendo instrumentos financeiros derivativos visando proteção patrimonial, dado que os riscos aos quais estamos expostos, tanto no ativo quanto no passivo, não têm magnitude que justifique tais transações.

c) Instrumentos utilizados para a proteção patrimonial (hedge)

Não fazemos uso de transações envolvendo instrumentos financeiros de proteção patrimonial, dado que os riscos financeiros aos quais estamos expostos, tanto no ativo quanto no passivo, não têm magnitude que justifique tais transações.

d) Parâmetros utilizados para o gerenciamento de riscos

Todas as nossas operações e de nossas controladas são realizadas com bancos de reconhecida liquidez, o que minimiza nossos riscos. Os principais fatores de risco de mercado que afetam o nosso negócio e parâmetros utilizados no seu gerenciamento podem ser assim enumerados:

Risco de crédito

A nossa Companhia, juntamente com nossas controladas, está sujeita ao risco de crédito decorrente dos contratos de empréstimo e operações com valores mobiliários de dívida com condições restritivas que, em geral, requerem que sejam mantidos certos índices econômico-financeiros em determinados níveis (*covenants*). Para informações sobre os *covenants* a que estamos sujeitos em razão de nossos contratos de financiamento, vide itens 10.1 (f) (iv) e 18.10 deste Formulário de Referência.

Neste sentido, realizamos o acompanhamento constante dos *covenants* acima mencionados e demais obrigações contratuais a que estamos sujeitos, de forma a evitar o vencimento antecipado das nossas dívidas bem como adotamos uma política financeira que tem por finalidade manter os níveis de endividamento em um patamar compatível às nossas operações, de modo a mitigar a nossa exposição a terceiros bem como possibilitar a contração de novas dívidas junto a instituições financeiras a taxas atrativas de mercado.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado*Risco de taxa de juros*

Estamos expostos à oscilação da taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário), que remunera nossas aplicações financeiras e nossas dívidas. Adicionalmente, qualquer aumento nas taxas de juros poderá elevar o custo dos empréstimos estudantis, inclusive os empréstimos nos termos do FIES, e reduzir a demanda em relação aos cursos.

Risco de taxa de câmbio

O nosso resultado não é suscetível a sofrer variações pela volatilidade da taxa de câmbio, pois não possuímos operações significativas em moeda estrangeira.

Risco de liquidez

O risco de liquidez consiste na eventualidade de não dispormos, juntamente com nossas controladas, de recursos suficientes para cumprir com nossos compromissos em função das diferentes moedas e prazos de liquidação de nossos direitos e obrigações.

O controle da nossa liquidez e do fluxo de caixa e de nossas controladas são monitorados diariamente pelas nossas áreas de Gestão, de modo a garantir que a geração operacional de caixa e a captação prévia de recursos, quando necessária, sejam suficientes para a manutenção do nosso cronograma de compromissos, não gerando riscos de liquidez para nossas controladas e nós. Não houve mudança relevante nos nossos instrumentos financeiros passivos em 31 de dezembro de 2013 e em relação a 31 de dezembro de 2012.

Análise de sensibilidade

Os nossos instrumentos financeiros são representados por caixa e equivalentes de caixa, aplicações financeiras, contas a receber, a pagar, empréstimos e financiamentos, e estão registrados pelo valor de custo, acrescidos de rendimentos ou encargos incorridos, os quais em 31 de dezembro de 2013 e 31 de dezembro de 2012 se aproximam dos valores de mercado. Os principais riscos atrelados às nossas operações estão ligados à variação do CDI (Certificado de Depósito Interbancário).

A tabela abaixo apresenta quadro demonstrativo de análise de sensibilidade. Com relação aos empréstimos, referem-se à operações cujo valor registrado é próximo do valor de mercado desses instrumentos financeiros. As aplicações com CDI estão registradas a valor de mercado, conforme cotações divulgadas pelas respectivas instituições financeiras e os demais se referem, em sua maioria, a certificado de depósito bancário e operações compromissadas, portanto, o valor registrado desses títulos não apresenta diferença para o valor de mercado.

Com a finalidade de verificar a sensibilidade do indexador nas aplicações financeiras ao qual estávamos expostos na data base de 31 de dezembro de 2013, foram definidos 03 cenários diferentes. Com base na última taxa básica de juros determinada pelo BACEN na reunião do Comitê de Política Monetária em 27 de novembro de 2013 (10,00% a.a.), utilizou-se esta taxa como cenário provável para o ano. A partir desta, foram calculadas variações de 25% e 50%. Para cada cenário foi calculada a "receita financeira bruta", não levando em consideração a incidência de tributos sobre os rendimentos das aplicações. A data base utilizada da carteira foi 31 de dezembro de 2013, projetando um ano e verificando a sensibilidade do CDI com cada cenário.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

	Cenário elevação do CDI			
	Risco	Cenário provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Operações				
Aplicações financeiras (*)	CDI	10,00%	12,50%	15,00%
732.051		73.205	91.506	109.808
Debêntures	CDI+1,60	10,00%	12,50%	15,00%
(202.167)		(23.775)	(28.910)	(34.045)
IFC I	CDI+1,53	10,00%	12,50%	15,00%
(45.904)		(5.363)	(6.528)	(7.693)
IFC II	CDI+1,69	10,00%	12,50%	15,00%
(21.011)		(2.492)	(3.026)	(3.560)
Posição líquida		41.576	53.043	64.509

	Cenário queda do CDI			
	Risco	Cenário provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Operações				
Aplicações financeiras	CDI	10,00%	7,50%	5,00%
732.051		73.205	54.904	36.603
Debêntures	CDI+1,60	10,00%	7,50%	5,00%
(202.167)		(23.775)	(18.640)	(13.505)
IFC I	CDI+1,53	10,00%	7,50%	5,00%
(45.904)		(5.363)	(4.198)	(3.033)
IFC II	CDI+1,69	10,00%	7,50%	5,00%
(21.011)		(2.492)	(1.958)	(1.423)
Posição líquida		41.576	30.109	18.642

* Composto por aplicação financeira e títulos e valores mobiliários

e) Indicar se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos

Em 27 de setembro de 2011, o Conselho de Administração da Companhia autorizou a recompra de ações de sua própria emissão, mediante a contratação de opções de compra ("*calls*"), e o lançamento de opções de venda ("*puts*") referenciadas em ações de emissão da Companhia, para fins de cancelamento, permanência em tesouraria e / ou posterior alienação, podendo ainda ser utilizadas para atender ao eventual exercício de opções no âmbito dos programas de opção de recompra de ações da Companhia, nos termos da instrução CVM nº390/03.

f) Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos

O gerenciamento dos riscos é feito por diversos agentes, tais como: Auditoria Interna, Controladoria e Conselho Fiscal.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

A Diretoria Financeira é responsável por definir e propor operações ou medidas de mitigação de riscos de mercado consistentes com a estratégia da Cia.

g) Adequação da estrutura operacional de controles internos para verificação da efetividade da política adotada

O regular monitoramento e avaliação dos riscos incorridos pela Companhia permitem a tomada de decisões que evitam ou mitigam os mesmos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

Não ocorreram mudanças significativas ou relevantes nos riscos de mercado a que estamos expostos e na política de gerenciamento de riscos que adotamos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

Todas as informações relevantes relacionadas a esta Seção 5 foram descritas nos itens acima.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

a) Condições financeiras e patrimoniais gerais

Somos a quarta maior organização privada do setor de ensino superior no Brasil de acordo com dados do INEP referentes ao ano de 2012 e, na opinião de nossos Diretores, possuímos condições financeiras e patrimoniais adequadas para implementar nosso plano de negócios e cumprir nossas obrigações de curto, médio e longo prazo.

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso capital de giro líquido (calculado como ativo circulante menos passivo circulante) era de R\$979,9 milhões, em função da captação de recursos por meio da oferta pública de ações realizada em Janeiro de 2013. Para mais informações, ver o item 18.8 deste Formulário de Referência.

Em 31 de dezembro de 2012, o nosso capital de giro líquido era de R\$317,9 milhões, enquanto em 31 de dezembro de 2011, o valor era de 357,6 milhões. A redução de R\$39,7 milhões está relacionada principalmente ao aumento de R\$17,2 milhões relativo a Fornecedores, R\$9,4 milhões em Dividendos a Pagar, R\$8,2 milhões em Despesas com Pessoal e R\$7,3 milhões em Empréstimos.

Na opinião de nossos Diretores, nosso capital de giro líquido é suficiente para o cumprimento de nossas obrigações financeiras e operacionais, refletindo adequadamente nossa capacidade de (a) gerenciamento dos nossos negócios e nos proporcionando o financiamento necessário para o atendimento de nossa estratégia de negócios e (b) gerenciar adequadamente as relações com os nossos fornecedores e clientes. Adicionalmente, temos tido amplo acesso a fontes de financiamento, o que atualmente nos garante que os nossos recursos de caixa, inclusive empréstimos de terceiros, sejam suficientes para atender o financiamento de nossas atividades e de nossa estratégia de expansão.

Atualmente, na opinião de nossos Diretores, não possuímos deficiência de liquidez, tendo liquidado nossos compromissos financeiros de curto prazo tempestiva e integralmente, o que pode ser mensurado por meio do nosso indicador de liquidez corrente (Ativo Circulante/ Passivo Circulante).

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso indicador de liquidez corrente era 4,38. Em virtude do aumento no capital de giro líquido acima referido, o indicador de liquidez corrente em 31 de dezembro de 2013 foi superior aos valores constatados em 31 de dezembro de 2012, qual seja, 2,64, e em 31 de dezembro de 2011, correspondente a 3,66.

b) Estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando: i. hipóteses de resgate; ii. fórmula de cálculo do valor de resgate

Nossa estrutura de capital não contempla hipóteses de resgate de ações ou quotas.

Em 31 de dezembro de 2013, segundo nossos Diretores, aproximadamente 71% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e aproximadamente 29% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$ 1.517,6 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2013, totalizou R\$ 621,0 milhões, dos quais R\$ 274,9 milhões são empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2012, segundo nossos Diretores, aproximadamente 57% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e aproximadamente 43% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$ 707,03 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2012, totalizou R\$ 532,78 milhões, dos quais R\$ 279,72 milhões são empréstimos e financiamentos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Em 31 de dezembro de 2011, segundo nossos Diretores, 58% das nossas atividades eram financiadas por meio nosso capital próprio e 42% por meio de capital de terceiros, quando nosso patrimônio líquido totalizou R\$ 618,93 milhões, enquanto nosso endividamento, consistente da soma do passivo circulante e no passivo não circulante registrados em 31 de dezembro de 2011, totalizou R\$ 449,78 milhões, dos quais R\$ 254,40 milhões são empréstimos e financiamentos.

c) Capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Nossos Diretores entendem que nossos níveis de geração de caixa operacional e de endividamento nos permitem honrar nossos compromissos financeiros, conduzir nossas atividades operacionais e implementar nossa estratégia de expansão e crescimento, mediante o uso de recursos próprios e a contratação de empréstimos e financiamentos para tais fins.

Adicionalmente, os prazos de pagamento das principais despesas da nossa Companhia, como pagamentos ao corpo docente e ao nosso pessoal administrativo e o pagamento de custos de locação de espaço, coincidem, em sua maior parte, com os prazos de recebimento das mensalidades dos alunos, principal origem de receitas da nossa Companhia. Assim, o ciclo operacional e financeiro da nossa Companhia apresenta alto índice de sintonia entre a maior parte de nossas despesas com o recebimento da maior parte de nossas receitas.

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos), era de R\$274,9 milhões. Esse montante corresponde à primeira emissão de debêntures, no valor de R\$201,2 milhões, aos saldos sacados dos empréstimos (linhas de crédito) junto ao IFC no valor de R\$64,4 milhões, ao empréstimo celebrado com o Banco do Nordeste, no valor de R\$1,6 milhão e à capitalização de *leasing* com equipamentos no valor de R\$7,7 milhões. Na mesma data, o valor de nosso endividamento bruto, totalizou R\$322,8 milhões. Ressaltamos que também integram nosso endividamento bruto os compromissos para pagamentos futuros referentes às aquisições realizadas, bem como o saldo a pagar de tributos parcelados. Dessa forma, para determinar o valor do nosso endividamento bruto acima referido (R\$322,8 milhões), somamos nosso endividamento (empréstimos de financiamento) de R\$274,9 milhões, com o saldo a pagar de tributos de R\$8,4 milhões e os compromissos para pagamentos futuros de R\$39,5 milhões.

Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2013, contávamos com um caixa líquido de R\$416,4 milhões, composto pelo nosso endividamento bruto de R\$322,8 milhões e o caixa somado aos equivalentes de caixa correspondente a R\$739,2 milhões. Na mesma data, contávamos com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 1,30x, enquanto o índice de cobertura de juros (EBITDA/pagamento de juros) foi de 11,26x.

Em 31 de dezembro de 2012, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos), era de R\$279,7 milhões. Esse montante corresponde à primeira emissão de debêntures, no valor de R\$200,3 milhões, aos saldos sacados dos empréstimos (linhas de crédito) junto ao IFC no valor de R\$67,3 milhões, às opções de recompra de ações no valor de R\$4,7 milhões e à capitalização de *leasing* com equipamentos no valor de R\$7,4 milhões. O nosso endividamento bruto totalizou R\$312,5 milhões, sendo composto pelo montante do nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) acima, o saldo a pagar de tributos de R\$8,6 milhões e os compromissos para pagamentos futuros de R\$24,2 milhões. Na mesma data, contávamos com um endividamento líquido de R\$172,0 milhões, composto por uma dívida bruta de R\$312,5 milhões e o caixa somado aos equivalentes de caixa correspondente a R\$140,5 milhões. Adicionalmente, contávamos com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 0,82x, enquanto o índice de cobertura de juros (EBITDA/pagamento de juros) foi de 6,91x.

Em 31 de dezembro de 2011, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) era de R\$254,4 milhões. Esse montante corresponde à primeira emissão de debêntures, no valor de R\$201,5 milhões, aos saldos sacados dos empréstimos (linhas de crédito) junto ao IFC no valor de R\$46,7 milhões, às opções de recompra de ações no valor de R\$1,6 milhão e à capitalização

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

de *leasing* com equipamentos no valor de R\$4,6 milhões. O nosso endividamento bruto totalizou R\$264,4 milhões, sendo representado pelo montante do nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) acima, o saldo a pagar de tributos de R\$4,6 milhões e os compromissos para pagamentos futuros de R\$5,4 milhões. Na mesma data, contávamos com um endividamento líquido de R\$95,0 milhões, composto por uma dívida bruta de R\$264,4 milhões e o caixa somado aos equivalentes de caixa correspondente a R\$169,4 milhões. Adicionalmente, contávamos com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 0,77x, enquanto o índice de cobertura de juros (EBITDA/pagamento de juros) foi de 12,75x.

O nosso EBITDA somou R\$ 320,3 milhões, R\$ 209,9 milhões e R\$123,0 milhões nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2013, 31 de dezembro de 2012 e 31 de dezembro de 2011, respectivamente.

d) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas

Em 2013, segundo nossos Diretores, nossa principal fonte de financiamento para capital de giro e investimentos em ativos não-circulantes foi a própria geração operacional de caixa, destacando-se ainda o aporte de capital via *follow-on* ocorrido em Janeiro de 2013.

Conforme já mencionado, a principal fonte de geração operacional de caixa da nossa Companhia são as mensalidades pagas por nossos alunos. Em 31 de dezembro de 2013, nossa receita líquida totalizou R\$1.731,0 milhões, aproximadamente 25% superior ao mesmo indicador em 31 de dezembro de 2012, que somava R\$1.383,3 milhões, sendo também superior à receita líquida de 31 de dezembro de 2011, no valor de R\$1.148,4 milhões. Nossos Diretores esclarecem que o aumento da nossa receita líquida decorreu do aumento da nossa base de alunos associado ao aumento do ticket médio, que por sua vez está relacionado ao reajuste pela inflação de nossas mensalidades.

Isso possibilitou que nosso fluxo de caixa operacional fosse positivo em R\$138,1 milhões, em 31 de dezembro de 2013, acima do valor registrado em 31 de dezembro de 2012, que somou R\$93,0 milhões, contra um fluxo negativo de R\$49,0 milhões em 31 de dezembro de 2011.

Nossos diretores avaliam constantemente a melhores opções entre utilização de capital próprio e captação de recursos junto a terceiros, buscando constantemente fontes de financiamento a custos atrativos para, quando apropriado, contratá-los.

Para mais informações sobre as variações ocorridas em nosso fluxo de caixa, vide item 10.1 (h) deste Formulário de Referência. Para informações sobre nossos empréstimos e financiamentos, vide item 10.1(f) deste Formulário de Referência.

e) Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez

Nossos Diretores entendem que nossa estrutura de capital é sólida e que nossa geração de caixa continuará sendo a principal fonte de financiamento para capital de giro e investimento em ativos não-circulantes, não havendo necessidade de financiamento relevante adicional para cobertura de deficiência de liquidez.

f) Níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda: i. contratos de empréstimo e financiamento relevantes; ii. outras relações de longo prazo com instituições financeiras; iii. grau de subordinação entre as dívidas; iv. eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, a distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário

i. Contratos de empréstimo e financiamento relevantes

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Segundo nossos Diretores, a maior parte do nosso endividamento é proveniente dos dois financiamentos junto ao *International Finance Corporation* ("*IFC*") e da emissão de debêntures, cujos recursos estão sendo utilizados para melhoria dos *campi* atuais, expansão orgânica e aquisições da Companhia. Essas operações possuem vencimentos em 2020, 2021 e 2017, respectivamente, e encontram-se abaixo descritas:

Em 15 de dezembro de 2010, foi contratado junto ao IFC uma linha de crédito no valor de US\$ 30 milhões a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 3,5% ao ano, e vencimento em novembro de 2020. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela Companhia.

Em 20 de outubro de 2011, foi contratado junto ao IFC uma segunda linha de crédito no valor de US\$ 70 milhões (dos quais já foram sacados em julho de 2012 US\$ 10 milhões (R\$ 20,3 milhões, convertido à taxa de câmbio do dia), a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 3,8% ao ano, e vencimento em setembro de 2021. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela Companhia.

Em 25 de novembro de 2011, foi efetuado a 1ª Emissão Pública de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações da Companhia, no valor de R\$ 200 milhões, a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 1,6% ao ano, e vencimento em novembro de 2017.

Além disso, segundo nossos Diretores, possuímos financiamento para capital de giro, contratos de arrendamento mercantil, contratos com BNDES/FINAME, dentre outros, conforme detalhado na tabela abaixo. Os contratos de arrendamento mercantil e outros equipamentos registrados em nossa contabilidade referem-se à locação de computadores, *no-breaks*, bebedouros, aparelhos de ar condicionado, rádios transceptores e outros equipamentos.

Modalidade		Consolidado (em R\$ mil)		
	Encargos Financeiros	Em 31 de dezembro de		
R\$ mil		2013	2012	2011
Em moeda nacional				
Capital de giro	1,70% ao mês e/ou CDI + 0,25% ao mês	228	228	252
Contratos de arrendamento mercantil de computadores e outros equipamentos	IGPM + 12,3% ao ano	1.010	4	39
Contratos de arrendamento mercantil Colortel	INPC + 0,32% a.a.	5.721	5.813	2.471
Contratos de arrendamento mercantil Assist	-	653	1.325	1.843
Contratos de arrendamento mercantil CIT		-	33	
Contratos de arrendamento mercantil Total Service		113	-	-
Contrato FINAME	80% do contrato 4,5% a.a.	-	-	-
Empréstimo IFC	CDI + 1,53% e CDI + 1,69	64.395	67.315	46.728 ⁽¹⁾
Emissão de Debêntures	CDI + 1,60%	201.159	200.331	201.472
Opção de Recompra de Ações Banco Itaú		34	4.660	1.592
Outros		-	15	-
Empréstimo – FEE BNB	3% a.a.	1.593	-	-
		274.906	279.724	254.396
Passivo circulante		36.962	13.856	6.549
Passivo não circulante		238.214	265.868	247.847
Total:		274.906	279.724	254.396

(1) Soma do valor em aberto nos dois contratos firmados com o IFC

Quando apropriado, buscamos fontes de financiamento com taxas e prazos considerados favoráveis por nossos Diretores, sem comprometer nossa capacidade de pagamento.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

ii. Outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Em 18 de fevereiro de 2008, foi efetuado contrato de parceria entre a SESES, afiliadas (incluindo as Mantenedoras) e o Unibanco (atualmente Itaú), substituindo acordos de parceria anteriores, com prazo de vigência até 17 de fevereiro de 2018, cujo objeto principal é o de conceder exclusividade/preferência ao Unibanco (atualmente Itaú) na oferta e no fornecimento de produtos e serviços financeiros aos alunos, funcionários e fornecedores, bem como de ser o principal provedor de produtos e serviços financeiros. Em contrapartida à exclusividade concedida ao Unibanco (atualmente Itaú), e pela manutenção dessa condição durante toda a vigência do contrato, o Unibanco pagou a SESES e as Mantenedoras uma receita fixa de R\$ 18,0 milhões, que está sendo apropriada ao resultado por tal prazo contratual.

iii. Grau de subordinação entre as dívidas

Existe grau de subordinação entre a emissão de debêntures e os empréstimos contratados junto ao IFC, sendo as debêntures subordinadas aos empréstimos firmados com o IFC. Além disso, qualquer nova dívida a ser contratada no mercado de capitais deve necessariamente ser subordinada às debêntures, exceto mediante autorização dos debenturistas.

iv. Eventuais restrições impostas ao emissor, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, a distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário.

Nossos Diretores comentam que as principais restrições impostas pelas linhas contratadas junto ao IFC e na emissão de debêntures são:

- *Covenants* Financeiros: Há limites financeiros estabelecidos nos contratos assinados com o IFC e na escritura de debêntures. Os principais indicadores são: Ativo Circulante / Passivo Circulante maior ou igual a 1,0; Passivo Circulante + Passivo Exigível a Longo Prazo / Patrimônio Líquido menor ou igual 1,5 e Dívida Líquida / EBITDA menor ou igual a 2,5; EBITDA ajustado / Despesa Financeira Líquida maior ou igual a 1,25; e Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) maior ou igual a 1,25.
- Anuência em caso de pré-pagamento de dívidas de longo prazo.
- Alteração do controle societário: na ocorrência de qualquer alteração na composição societária da Companhia, incluindo a alienação, cessão ou transferência direta de ações do capital social da Companhia, em qualquer operação isolada ou série de operações, que resultem na aquisição originária do controle da Companhia, de forma direta ou indireta, por algum acionista ou grupo de acionistas vinculado por acordo de votos, sob controle comum, ou, ainda, representando mesmo centro de interesses, os credores da Companhia poderão solicitar o vencimento antecipado da dívida.
- Cessão de recebíveis dados em garantia aos empréstimos firmados com o IFC.
- Proibição de concessão de garantias pela Companhia ou suas controladas a quaisquer dívidas, sem que antes as ofereça aos debenturistas, excetuando-se operações de investimento amparadas em linhas de banco de fomento.
- Distribuição e pagamento de dividendos aos acionistas, apenas em hipóteses específicas.

A tabela abaixo apresenta nosso índice de endividamento em 31 de dezembro de 2013, 2012 e 2011:

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de		
	2013	2012	2011
Passivo circulante	290.109	193.312	134.668
Passivo não circulante	330.900	339.463	315.116
Total do Passivo	621.009	532.775	449.783
Patrimônio líquido	1.517.642	707.035	618.935
Índice de endividamento ⁽¹⁾	0,40743026	0,75353412	0,72670534
Capital de Terceiros	29%	43%	42%
Capital Próprio	71%	57%	58%

⁽¹⁾ Índice de endividamento calculado conforme Ofício Circular/CVM/SEP/nº03/2012, ou seja, mediante a divisão do resultado da soma do Passivo circulante e do Passivo não circulante dividido pelo total do Patrimônio líquido.

Para informações adicionais a respeito do nosso nível de endividamento, ver Seção 3.7 deste Formulário de Referência.

g) Limites de utilização dos financiamentos já contratados.

Nossos Diretores comentam que não há restrições de limites de utilização dos financiamentos já contratados.

h) Alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO**

(em R\$ milhões, exceto quando diversamente indicado)

R\$ milhões	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro de							
	2013	A.V 2013	2012	A.V 2012	2011	A.V 2011	Variação 2012/ 2013	Variação 2011/ 2012
Receita Bruta	2.490,98	-	1.971,89	-	1.632,08	-	26,32%	20,82%
Receitas de Mensalidades	2.463,55	-	1.946,61	-	1.608,66	-	26,56%	21,01%
Outras	27,43	-	25,28	-	23,42	-	8,50%	7,94%
Deduções da Receita Bruta	-759,97	-	-588,60	-	-483,64	-	29,11%	21,70%
Gratuidades - Bolsas de Estudos	-635,99	-	-507,58	-	-413,94	-	25,30%	22,62%
Devoluções de Mensalidades e Taxas	-19,87	-	-10,51	-	-9,59	-	89,06%	9,59%
Descontos Concedidos	-6,65	-	-5,74	-	-10,22	-	15,85%	-43,84%
Impostos	-72,52	-	-60,75	-	-49,89	-	19,37%	21,77%
FGEDUC	-24,94	-	-4,02	-	-	-	520,40%	-
Receita Líquida	1.731,01	100,00 %	1.383,29	100,00 %	1.148,44	100,00 %	25,14%	20,45%
Custo dos Serviços Prestados	-1.036,54	-59,88%	-877,36	-63,43%	-765,54	-66,66%	18,14%	14,61%
Lucro Bruto	694,47	40,12%	505,93	36,57%	382,90	33,34%	37,27%	32,13%
Despesas/Receitas Operacionais	-461,73	-26,67%	-375,07	-27,11%	-310,73	-27,06%	23,11%	20,71%
Comerciais	-183,87	-10,62%	-157,78	-11,41%	-113,83	-9,91%	16,54%	38,61%
Gerais e Administrativas	-277,86	-16,05%	-217,29	-15,71%	-196,90	-17,14%	27,88%	10,36%
Outras Receitas Operacionais	15,81	0,91%	17,83	1,29%	12,09	1,05%	-11,33%	47,48%
Outras Despesas Operacionais	0	0,00%	0,00	0,00%	-3,45	-0,30%	-	-
Resultado das Atividades não Continuadas	0	0,00%	0,00	0,00%	-3,45	-0,30%	-	-
Resultado Financeiro	8,19	0,47%	-33,76	-2,44%	-5,59	-0,49%	124,26%	503,94%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Receitas Financeiras	61,77	3,57%	22,12	1,60%	23,88	2,08%	179,25%	-7,37%
Despesas Financeiras	-53,58	-3,10%	-55,88	-4,04%	-29,47	-2,57%	-4,12%	89,62%
Resultado Antes de Imposto de Renda e da Contribuição Social	256,74	14,83%	114,93	8,31%	75,22	6,55%	123,39%	52,79%
IR e Contribuição Social	-12,03	-0,69%	-5,24	-0,38%	-5,07	-0,44%	129,58%	3,35%
Lucro Líquido do Exercício	244,71	14,14%	109,69	7,93%	70,15	6,11%	123,09%	56,36%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 comparados com os Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012

Receita Bruta

A receita bruta aumentou 26,3% ou R\$ 519,09 milhões, passando de R\$ 1.971,89 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 2.490,98 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento da receita de mensalidades, que totalizou R\$ 2.463,55 milhões exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 e R\$ 1.946,61 milhões no mesmo período de 2012. Nosso Diretores esclarecem que esse aumento decorreu em função do aumento da base de alunos (aumento de 14,6% na base de alunos de ensino presencial e aumento de 24,1% na base de alunos de ensino a distância) associado ao aumento do ticket médio, que por sua vez está relacionado ao reajuste pela inflação de nossas mensalidades. Segundo nosso Diretores, o aumento da base de alunos é resultado dos esforços mais eficientes em marketing e publicidade, além da maior percepção de qualidade do produto pelos nossos alunos.

Deduções da Receita Bruta

As deduções da receita bruta aumentaram 29,1% ou R\$ 171,37 milhões, passando de R\$ 588,60 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 759,97 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Esse aumento deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento de R\$ 128,41 milhões na linha de gratuidades e bolsas de estudo (bolsas integrais e parciais concedidas aos nossos alunos), R\$ 9,36 milhões na linha de devoluções de mensalidades e taxas, R\$ 11,77 milhões na linha de impostos, em razão do crescimento da base de alunos e R\$ 20,92 milhões em FGEDUC referente ao provisionamento para os alunos FIES financiados pelo Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGDUC).

Receita Líquida

Em função dos motivos explicados acima, nossos Diretores comentam que a receita líquida aumentou 25,1% ou R\$ 347,72 milhões, passando de R\$ 1.383,29 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 1.731,01 milhões no mesmo período de 2013.

Custo dos Serviços Prestados

O Custo dos Serviços Prestados aumentou 18,1% ou R\$ 159,18 milhões, passando de R\$ 877,36 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 1.036,54 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Comentam nossos Diretores, que esse aumento ocorreu em função dos seguintes itens: (i) aumento na linha de pessoal de R\$ 119,70 milhões devido principalmente aos acordos coletivos com os órgãos de classe; (ii) aumento de R\$ 21,20 milhões com aluguéis devido ao aumento do número de *campi*; (iii) aumento de despesas com material didático no valor de R\$ 10,00 milhões devido a maior penetração do novo modelo de ensino na base de alunos, iniciado em 2010, que fornece aos alunos todo o material didático do semestre; (iv) aumento de R\$ 3,00 milhões com serviços de terceiros e outros e (v) aumento de R\$ 5,20 milhões com despesas de depreciação devido aos maiores investimentos realizados nos últimos períodos em modelo de ensino, manutenção, expansão, revitalização e aberturas de novas unidades.

Apesar do aumento no valor nominal, nossos Diretores comentam que houve ganho de 3,2 pontos percentuais na relação custo caixa/receita líquida: em 31 de dezembro de 2013 essa relação representou 57,1% da receita líquida frente a 60,3% em 31 de dezembro de 2012. Comentam nossos Diretores que esse ganho decorre principalmente de: (i) redução nos custos de pessoal (ganho de 2,0 pontos percentuais nos custos com pessoal); (ii) ganho de 0,5 pontos percentuais na linha de aluguéis e (iii) de 0,7 pontos percentuais em serviços de terceiros,

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

mostrando nossa capacidade de controlar os custos e nossa disciplina e rigor nos reajustes dos aluguéis de imóveis.

Lucro Bruto

O lucro bruto aumentou 37,3% ou R\$ 188,54 milhões, passando de R\$ 505,93 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 694,47 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento da base de alunos. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, a margem bruta de nossas atividades foi de 40,1%, representando um aumento de 3,5 pontos percentuais quando comparada ao exercício social de 2012, em razão de dos ganhos de eficiência acima mencionados nas linhas de custos dos serviços prestados.

Despesas Operacionais

As despesas comerciais aumentaram 16,5% ou R\$ 26,09 milhões, passando de R\$ 157,78 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 183,87 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, devido principalmente, comentam nossos Diretores, a: (i) aumento da provisão para devedores duvidosos de 15,4%, saindo de R\$ 80,00 milhões em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 92,30 milhões em 31 de dezembro de 2013, refletindo o aumento da inadimplência no período e (ii) aumento de R\$ 16,10 milhões com publicidade.

As despesas gerais e administrativas aumentaram 27,9% ou R\$ 60,57 milhões, passando de R\$ 217,29 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 277,86 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Comentam nossos Diretores que o principal fator desse aumento foi o aumento de 24,8% ou R\$ 24,00 milhões em despesas com pessoal, saindo de R\$ 96,90 milhões em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 120,90 milhões em 31 de dezembro de 2013, devido a acordos com órgãos de classe.

Resultado Financeiro

O resultado financeiro variou R\$ 41,95 milhões, passando de uma despesa de R\$ 33,76 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para uma receita de R\$ 8,19 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Nossos Diretores comentam que referida variação ocorreu devido ao aumento de 179,2% ou R\$ 39,65 milhões nas receitas financeiras, que passaram de R\$ 22,12 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 61,77 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Comentam nossos Diretores que a linha das despesas financeiras manteve-se estável no período com uma variação de R\$ 2,30 milhões.

Outras Receitas Operacionais

As outras receitas operacionais são compostas por: (i) taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, (ii) receitas com convênios (acordos firmados com empresas que direcionam estudantes a nossas unidades ou com terceiros que prestam seus serviços em nossas unidades); (iii) aluguéis de salas e auditórios; (iv) assim como reversões de provisões administrativas, e totalizaram R\$ 15,81 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, contra um montante de R\$ 17,83 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, representando uma redução de 11,3%, devido, principalmente, a receita com venda de imóvel, no montante de R\$ 4,0 milhões, ocorrida em 2012.

Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Conforme descrito acima, o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social aumentou 123,4% ou R\$ 141,81 milhões, passando de R\$ 114,93 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 para R\$ 256,74 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013. Como uma porcentagem das receitas líquidas, comentam nossos Diretores que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 14,8% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 contra 8,3% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012.

IR e Contribuição Social

A despesa com imposto de renda e a contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 totalizou uma despesa de R\$ 12,03 milhões, comparada a uma despesa de R\$ 5,24 milhões do mesmo período em 2012.

Lucro Líquido do Período

O lucro líquido no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 foi R\$ 244,71 milhões, representando um aumento de 123,1% em comparação com o mesmo período de 2012 quando o lucro líquido foi de R\$ 109,69 milhões, em função dos fatores descritos acima, comentam nossos Diretores.

Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 comparados com os Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011

Receita Bruta

A receita bruta aumentou 20,8% ou R\$ 339,8 milhões, passando de R\$ 1.632,1 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 1.971,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento da receita de mensalidades, que totalizou R\$ 1.946,6 milhões exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 e R\$ 1.608,7 milhões no mesmo período de 2011. Nosso Diretores esclarecem que esse aumento decorreu em função do aumento da base de alunos (aumento de 11,0% na base de alunos de ensino presencial e aumento de 24,1% na base de alunos de ensino a distância) associado ao aumento do ticket médio, que por sua vez está relacionado ao reajuste pela inflação de nossas mensalidades. Segundo nosso Diretores, o aumento da base de alunos é resultado dos esforços mais eficientes em marketing e publicidade, além da maior percepção de qualidade do produto pelos nossos alunos.

Deduções da Receita Bruta

As deduções da receita bruta aumentaram 21,7% ou R\$ 105,0 milhões, passando de R\$ 483,6 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 588,6 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Esse aumento deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento de R\$ 93,7 milhões na linha de gratuidades e bolsas de estudo (bolsas integrais e parciais concedidas aos nossos alunos), R\$ 10,9 milhões na linha de impostos, em razão do crescimento da base de alunos e R\$ 4,0 milhões em outras referente ao provisionamento para os alunos FIES financiados pelo Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGDUC). É importante ressaltar que para as mantenedoras aderentes ao FGEDUC, deve ser feita uma contribuição sobre o valor das mensalidades financiadas para contribuir com a formação do fundo. A partir do quarto trimestre de 2012, essa contribuição, que hoje é de 5,63%, passa a ser lançada como uma dedução da Receita Bruta (na linha "Outras"), enquanto anteriormente estava sendo contabilizada como uma despesa comercial, na linha de provisão para devedores duvidosos (PDD). Consequentemente, essa mudança de metodologia acaba por impactar positivamente a PDD no quarto trimestre, reduzindo a Receita Líquida em contrapartida. Adicionalmente, comentam nossos Diretores, é importante ressaltar que estes aumentos foram parcialmente compensados pela redução de R\$ 4,5 milhões em descontos concedidos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Receita Líquida

Em função dos motivos explicados acima, nossos Diretores comentam que a receita líquida aumentou 20,5% ou R\$ 234,9 milhões, passando de R\$ 1.148,4 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 1.383,3 milhões no mesmo período de 2012.

Custo dos Serviços Prestados

O Custo dos Serviços Prestados aumentou 14,6% ou R\$ 111,9 milhões, passando de R\$ 765,5 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 877,4 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Comentam nossos Diretores, que esse aumento ocorreu em função dos seguintes itens: (i) aumento na linha de pessoal de R\$ 65,5 milhões devido principalmente aos acordos coletivos com os órgãos de classe; (ii) aumento de R\$ 15,2 milhões com aluguéis devido ao aumento do número de *campi*; (iii) aumento de despesas com material didático no valor de R\$ 8,5 milhões devido a maior penetração do novo modelo de ensino na base de alunos, iniciado em 2010, que fornece aos alunos todo o material didático do semestre; (iv) aumento de R\$ 6,1 milhões com serviços de terceiros e outros e (v) aumento de R\$ 16,4 milhões com despesas de depreciação devido aos maiores investimentos realizados nos últimos períodos em modelo de ensino, manutenção, expansão, revitalização e aberturas de novas unidades.

Apesar do aumento no valor nominal, nossos Diretores comentam que houve ganho de 4,0 pontos percentuais na relação custo caixa/receita líquida: em 31 de dezembro de 2012 essa relação representou 60,3% da receita líquida frente a 64,3% em 31 de dezembro de 2011. Comentam nossos Diretores que esse ganho decorre principalmente de: (i) redução nos custos de pessoal (ganho de 3,5 pontos percentuais nos custos com pessoal); (ii) ganho de 0,4 pontos percentuais na linha de aluguéis e (iii) de 0,3 pontos percentuais em serviços de terceiros, mostrando nossa capacidade de controlar os custos e nossa disciplina e rigor nos reajustes dos aluguéis de imóveis.

Lucro Bruto

O lucro bruto aumentou 32,1% ou R\$ 123,0 milhões, passando de R\$ 382,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 505,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento da base de alunos. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, a margem bruta de nossas atividades foi de 36,6%, representando um aumento de 3,3 pontos percentuais quando comparada ao exercício social de 2011, em razão de dos ganhos de eficiência acima mencionados nas linhas de custos dos serviços prestados.

Despesas Operacionais

As comerciais com vendas aumentaram 38,6% ou R\$ 44,0 milhões, passando de R\$ 113,8 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 157,8 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, devido principalmente, comentam nossos Diretores, a: (i) aumento da provisão para devedores duvidosos de 47,1%, saindo de R\$ 54,4 milhões em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 80,0 milhões em 31 de dezembro de 2012, refletindo o aumento da inadimplência no período; (ii) aumento de R\$ 12,9 milhões com publicidade e propaganda e (iii) aumento de R\$ 5,4 milhões no provisionamento FIES.

As despesas gerais e administrativas aumentaram 10,4% ou R\$ 20,4 milhões, passando de R\$ 196,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 217,3 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Comentam nossos Diretores que o principal fator desse aumento foi o aumento de 22,7% ou R\$ 17,9 milhões em despesas com pessoal, saindo de R\$ 79,0 milhões em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 96,9 milhões em 31 de dezembro de 2012, devido a acordos com órgãos de classe.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Resultado Financeiro

O resultado financeiro variou R\$ 28,2 milhões, passando de uma despesa de R\$ 5,6 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para uma despesa de R\$ 33,8 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Nossos Diretores comentam que referida variação ocorreu devido ao aumento de 89,5% ou R\$ 26,4 milhões nas despesas financeiras, que passaram de R\$ 29,5 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 55,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, em razão, principalmente, do pagamento do serviço das dívidas contraídas em 2011, em particular as linhas de crédito com o IFC e a emissão de debêntures. Comentam nossos Diretores que a linha das receitas financeiras manteve-se estável no período com uma variação de R\$ 1,8 milhão.

Outras Receitas Operacionais

As outras receitas operacionais são compostas por: (i) taxas por serviços prestados aos alunos, como impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, (ii) receitas com convênios (acordos firmados com empresas que direcionam estudantes a nossas unidades ou com terceiros que prestam seus serviços em nossas unidades); (iii) aluguéis de salas e auditórios; (iv) assim como reversões de provisões administrativas, e totalizaram R\$ 17,8 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, contra um montante de R\$ 12,1 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, representando um aumento de 47,5%, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento de R\$ 1,22 milhão nas receitas de aluguéis e R\$ 0,7 milhão em convênios educacionais e R\$ 3,9 milhões que consiste na reclassificação das atividades descontinuadas, integralmente relacionadas a venda de imóveis.

Outras Despesas Operacionais

As outras despesas operacionais totalizaram um saldo zero no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, contra um montante de -R\$ 3,5 milhões, no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, devido à reclassificação das atividades descontinuadas para outras receitas operacionais, valor integralmente relacionado a venda de imóveis em dezembro de 2012, comentam nossos Diretores.

Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social

Conforme descrito acima, o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social aumentou 52,8% ou R\$ 39,71 milhões, passando de R\$ 75,2 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 para R\$ 114,9 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012. Como uma porcentagem das receitas líquidas, comentam nossos Diretores que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 8,3% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 contra 6,5% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011.

IR e Contribuição Social

A despesa com imposto de renda e a contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 totalizou uma despesa de R\$ 5,2 milhões, comparada a uma despesa de R\$ 5,1 milhões do mesmo período em 2011.

Lucro Líquido do Período

O lucro líquido no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 foi R\$ 109,7 milhões, representando um aumento de 56,4% em comparação com o mesmo período de 2011 quando o lucro líquido foi de R\$ 70,2 milhões, em função dos fatores descritos acima, comentam nossos Diretores.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais**BALANÇO PATRIMONIAL****(em R\$ milhões, exceto quando diversamente indicado)**

	2013	Análise Vertical 2013	2012	Análise Vertical 2012	2011	Análise Vertical 2011	Var 2012/2013	Var 2011/2012
Ativo Circulante	1.270,00	59,38%	511,23	41,23%	492,24	46,06%	148,42%	3,86%
Caixa e equivalentes de caixa	7,13	0,33%	18,13	1,46%	21,86	2,05%	-60,67%	-17,06%
Títulos e valores mobiliários	732,05	34,23%	122,34	9,87%	147,57	13,81%	498,37%	-17,10%
Contas a receber	334,63	15,65%	279,66	22,56%	244,07	22,84%	19,66%	14,58%
Contas a compensar - Sistema FIES	48,65	2,27%	5,42	0,44%	16,68	1,56%	797,60%	-67,51%
Adiantamentos a funcionários/terceiros	33,44	1,56%	25,96	2,09%	17,47	1,63%	28,81%	48,60%
Partes relacionadas	0,26	0,01%	0,26	0,02%	0,26	0,02%	0,00%	0,00%
Despesas antecipadas	57,52	2,69%	30,93	2,49%	10,32	0,97%	85,97%	199,71%
Impostos e Contribuições	30,00	1,40%	10,59	0,85%	12,83	1,20%	183,29%	-17,46%
Outros	26,32	1,23%	17,94	1,45%	21,18	1,98%	46,71%	-15,30%
Ativo Não-Circulante	868,65	40,62%	728,58	58,77%	576,48	53,94%	19,23%	26,38%
Despesas antecipadas	2,56	0,12%	1,34	0,11%	0,66	0,06%	91,04%	103,03%
Partes relacionadas	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
Depósitos judiciais	104,06	4,87%	83,22	6,71%	63,56	5,95%	25,04%	30,93%
Impostos diferidos	17,00	0,79%	11,69	0,94%	13,37	1,25%	45,42%	-12,57%
Impostos e Contribuições	25,63	1,20%	20,89	1,68%	5,47	0,51%	22,69%	281,90%
Outros	14,26	0,67%	8,65	0,70%	1,53	0,14%	64,86%	465,36%
Investimentos	0,23	0,01%	0,23	0,02%	0,23	0,02%	0,00%	0,00%
Imobilizado	335,61	15,69%	294,66	23,77%	263,80	24,68%	13,90%	11,70%
Intangível	369,30	17,27%	307,90	24,83%	227,86	21,32%	19,94%	35,13%
Total do ativo	2.138,65	100,00%	1.239,81	100,00%	1.068,72	100,00%	72,50%	16,01%
Passivo e patrimônio líquido								
Circulante	290,11	13,57%	193,31	15,59%	134,67	12,60%	50,08%	45,54%
Empréstimos e financiamentos	36,69	1,72%	13,86	1,12%	6,55	0,61%	164,72%	111,60%
Fornecedores	40,43	1,89%	35,44	2,86%	18,20	1,70%	14,08%	94,73%
Salários e encargos sociais	79,67	3,73%	65,73	5,30%	57,49	5,38%	21,21%	14,33%
Obrigações tributárias	34,02	1,59%	22,23	1,79%	15,63	1,46%	53,04%	42,23%
Mensalidades recebidas antecipadamente	11,09	0,52%	8,85	0,71%	8,97	0,84%	25,31%	-1,34%
Parcelamento de tributos	1,50	0,07%	2,21	0,18%	0,22	0,02%	-32,13%	904,55%
Dividendos a pagar	58,12	2,72%	26,05	2,10%	16,66	1,56%	123,11%	56,36%
Compromissos a pagar	22,21	1,04%	12,98	1,05%	5,37	0,50%	71,11%	141,71%
Outros	6,38	0,30%	5,96	0,48%	5,58	0,52%	7,05%	6,81%
Não circulante	330,90	15,47%	339,46	27,38%	315,12	29,48%	-2,52%	7,72%
Empréstimos e financiamentos	238,21	11,14%	265,87	21,44%	247,85	23,19%	-10,40%	7,27%
Provisão para contingências	28,38	1,33%	23,21	1,87%	32,42	3,03%	22,27%	-28,41%
Adiantamento de convênio	9,14	0,43%	12,03	0,97%	14,91	1,40%	-24,02%	-19,32%
Parcelamento de tributos	6,94	0,32%	6,41	0,52%	4,43	0,41%	8,27%	44,70%
Impostos diferidos	8,36	0,39%	1,64	0,13%	1,81	0,17%	409,76%	-9,39%
Provisão com obrigações desmobilização de ativos	14,10	0,66%	14,0	1,13%	13,70	1,28%	0,71%	2,19%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Compromissos a pagar	17,27	0,81%	11,18	0,90%	-	-	54,47%	100,00%
Outros	8,5	0,40%	5,12	0,41%	-	-	66,02%	100,00%
Patrimônio líquido	1.517,64	70,96%	707,04	57,03%	618,93	57,91%	114,65%	14,24%
Capital social	1.010,69	47,26%	369,32	29,79%	364,39	34,10%	173,66%	1,35%
Gastos com emissão de ações	-26,85	-1,26%	-2,82	-0,23%	-2,82	-0,26%	852,13%	-
Reservas de capital	120,98	5,66%	114,30	9,22%	109,76	10,27%	5,84%	4,14%
Ações em tesouraria	-11,35	-0,53%	-11,35	-0,92%	-6,35	-0,59%	0,00%	78,74%
Reservas de lucros	424,17	19,83%	237,59	19,16%	153,95	14,41%	78,53%	54,33%
Ajustes de avaliação patrimonial	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	-
Dividendo adicional proposto	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%	-
Total do passivo e patrimônio líquido	2.138,65	100,00%	1.239,81	100,00%	1.068,72	100,00%	72,50%	16,01%

Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2013 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2012**Ativo Circulante***Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários*

Em 31 de dezembro de 2013, os caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizaram R\$ 7,13 milhões, comparados a R\$ 18,13 milhões em 31 de dezembro de 2012, uma redução de R\$ 11,00 milhões, ou de 60,7% em função do maior consumo de caixa decorrente das aquisições realizadas ao longo do ano, comentam nossos Diretores.

Contas a receber

Em 31 de dezembro de 2013, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$ 334,63 milhões, comparados com R\$ 279,66 milhões em 31 de dezembro de 2012, representando um aumento de R\$ 54,97 milhões, comentam nossos Diretores.

	Consolidado	
Em R\$ mil	Em 31/12/2013	Em 31/12/2012
FIES	78.884	55.735
Mensalidades de alunos	289.433	267.668
Acordos a receber	30.226	19.896
Cartões a receber	25.281	18.982
Taxas a receber	-	-
Créditos a identificar	796	(6.187)
Provisão para devedores duvidosos	(89.989)	(76.437)

Ativo Não-Circulante*Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível*

Em 31 de dezembro de 2013, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$ 163,51 milhões, comparados a R\$ 125,79 milhões em 31 de dezembro de 2012. A variação de R\$ 37,72 milhões deve-se, principalmente, ao aumento de R\$ 20,84 milhões em depósito judiciais, R\$ 4,74 milhões em impostos e contribuições, R\$ 5,61 milhões em Outros e R\$ 5,31 milhões em impostos diferidos.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Investimentos, imobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2013, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizou R\$ 705,14 milhões, comparados a R\$ 602,79 milhões em 31 de dezembro de 2012, a variação de R\$ 102,35 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$ 61,40 milhões no ativo intangível e R\$ 40,95 milhões no ativo imobilizado. A variação do ativo intangível foi influenciada, principalmente, pelo aumento de R\$ 32,77 milhões do ágio na aquisição das adquiridas, aumento de R\$ 5,32 milhões no projeto central de ensino, R\$ 9,14 milhões em softwares e de R\$ 5,99 milhões no projeto Fábrica de Conhecimento EAD e de R\$ 4,87 milhões no projeto Arquitetura de TI comentam nossos Diretores. No ativo imobilizado as principais variações foram o aumento de R\$ 7,97 milhões em benfeitorias em imóveis de terceiros, R\$ 12,73 milhões em *tablets*, R\$ 4,6 milhões em móveis e utensílios e R\$ 11,08 milhões em bibliotecas, comentam nossos Diretores.

Passivo Circulante

Empréstimos e Financiamentos

Em 31 de dezembro de 2013, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$ 36,69 milhões, representando um aumento de R\$ 22,83 milhões em relação ao saldo em 31 de dezembro de 2012 em função, principalmente, da reclassificação das debêntures e da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

Fornecedores

Em 31 de dezembro de 2013, a rubrica fornecedor totalizou R\$ 40,43 milhões, representando um aumento de R\$ 4,99 milhões em relação a 31 de dezembro de 2012. Esse aumento deu-se em função do alongamento do prazo de pagamento da Companhia, comentam nossos Diretores.

Obrigações Tributárias

Em 31 de dezembro de 2013, obrigações tributárias totalizavam R\$ 34,02 milhões, representando um aumento de R\$ 11,79 milhões em relação a 31 de dezembro de 2012, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, do aumento de R\$ 6,63 milhões em IRPJ a recolher, aumento de R\$ 2,54 milhões em CSLL a recolher e de R\$ 1,69 milhão de ISS a recolher.

Compromissos a Pagar

Em 31 de dezembro de 2013, compromissos a pagar totalizavam R\$ 17,27 milhões, representando um aumento de R\$ 6,09 milhões em relação a 31 de dezembro de 2012, devido às novas aquisições realizadas pela Companhia, comentam nossos Diretores.

Passivo Exigível a Longo Prazo

Empréstimos e Financiamentos

Em 31 de dezembro de 2013, os empréstimos e financiamentos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$ 238,21 milhões, uma redução de R\$ 27,66 milhões em relação a 31 de dezembro de 2012, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, da reclassificação das debêntures e da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

Parcelamento de Tributos

Em 31 de dezembro de 2013, os parcelamentos de tributos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$ 6,94 milhões, mantendo-se estável em relação a 31 de dezembro de 2012.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Compromissos a pagar

O aumento do saldo de R\$ 6,09 milhões deve-se principalmente, às novas aquisições (FACTEC e ASSESC) e a reclassificação entre curto e longo prazo relacionadas aquisições SEAMA e FRAGS, comentam nossos Diretores.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2013, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$ 1.517,64 milhões, um aumento de R\$ 810,60 milhões em relação a 31 de dezembro de 2012, devido ao aumento de R\$ 641,37 milhões do capital social e do reconhecimento do resultado do período no montante de R\$ 186,58 milhões em lucros acumulados, comentam nossos Diretores.

Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2012 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2011

Ativo Circulante

Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários

Em 31 de dezembro de 2012, os caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizaram R\$ 140,47 milhões, comparados a R\$ 169,43 milhões em 31 de dezembro de 2011, uma redução de R\$ 28,96 milhões, ou de 17,09% em função do maior consumo de caixa decorrente das aquisições realizadas ao longo do ano, comentam nossos Diretores.

Contas a receber

Em 31 de dezembro de 2012, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$ 279,66 milhões, comparados com R\$ 244,07 milhões em 31 de dezembro de 2011, representando um aumento de R\$ 35,6 milhões, comentam nossos Diretores.

Em R\$ mil	Consolidado	
	Em 31/12/2012	Em 31/12/2011
FIES	55.735	36.452
Mensalidades de alunos	267.668	241.404
Acordos a receber	19.896	26.430
Cartões a receber	18.982	12.165
Taxas a receber	-	4.379
Créditos a identificar	(6.187)	(7.468)
Provisão para devedores duvidosos	(76.437)	(69.292)

Ativo Não-Circulante

Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2012, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$ 125,79 milhões, comparados a R\$ 84,59 milhões em 31 de dezembro de 2011. A variação de R\$ 41,20 milhões deve-se, principalmente, ao aumento de R\$ 19,66 milhões em depósito judiciais, R\$ 15,42 milhões em impostos e contribuições devido a reclassificação entre Circulante e Longo Prazo e R\$ 7,13 milhões em Outros que consiste na

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

reclassificação entre Circulante e Longo Prazo de parte do valor a receber com a venda da carteira de clientes de 2008, 2009 e 2010.

Investimentos, imobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2012, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizou R\$ 602,79 milhões, comparados a R\$ 491,89 milhões em 31 de dezembro de 2011, a variação de R\$ 110,9 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$ 80,04 milhões no ativo intangível e R\$ 30,86 milhões no ativo imobilizado. A variação do ativo intangível foi influenciada, principalmente, pelo aumento de R\$ 55,68 milhões do ágio na aquisição das adquiridas, aumento de R\$ 10,29 milhões no projeto central de ensino, R\$ 4,08 milhões em softwares e de R\$ 10,06 milhões nos projetos Arquitetura de TI, Conteúdo de Disciplina On Line e Fábrica de Conhecimento EAD, comentam nossos Diretores. No ativo imobilizado as principais variações foram o aumento de R\$ 6,46 milhões em benfeitorias em imóveis de terceiros, R\$ 10,4 milhões em *tablets*, R\$ 4,34 milhões em máquinas e equipamentos, e R\$ 5,35 milhões em bibliotecas, comentam nossos Diretores.

Passivo Circulante

Empréstimos e Financiamentos

Em 31 de dezembro de 2012, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$ 13,86 milhões, representando um aumento de R\$ 7,31 milhões em relação ao saldo em 31 de dezembro de 2011 em função, principalmente, da emissão de debêntures, das opções de recompra de ações e da reclassificação da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

Fornecedores

Em 31 de dezembro de 2012, a rubrica fornecedor totalizou R\$ 35,43 milhões, representando um aumento de R\$ 17,23 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011. Esse aumento deu-se em função do alongamento do prazo de pagamento da Companhia, comentam nossos Diretores.

Obrigações Tributárias

Em 31 de dezembro de 2012, obrigações tributárias totalizavam R\$ 22,23 milhões, representando um aumento de R\$ 6,60 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, do aumento de R\$ 6,44 milhões em ISS a recolher e aumento de R\$ 0,24 milhão em IR sobre folha de pagamento.

Compromissos a Pagar

Em 31 de dezembro de 2012, compromissos a pagar totalizavam R\$ 12,99 milhões, representando um aumento de R\$ 7,62 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido às novas aquisições realizadas pela Companhia, comentam nossos Diretores.

Passivo Exigível a Longo Prazo

Empréstimos e Financiamentos

Em 31 de dezembro de 2012, os empréstimos e financiamentos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$ 265,87 milhões, um aumento de R\$ 18,02 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, da emissão de debêntures, no valor de R\$ 200 milhões e do empréstimo junto ao IFC.

Parcelamento de Tributos

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Em 31 de dezembro de 2012, os parcelamentos de tributos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$ 6,41 milhões, um aumento de R\$ 1,98 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido ao aumento nos parcelamentos de impostos, comentam nossos Diretores.

Compromissos a pagar

O aumento do saldo de R\$ 11,18 milhões deve-se à reclassificação entre curto e longo prazo relacionada às novas aquisições, comentam nossos Diretores.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2012, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$ 707,04 milhões, um aumento de R\$ 88,11 milhões em relação a 31 de dezembro de 2011, devido ao aumento de R\$ 4,93 milhões do capital social e R\$ 4,54 milhões nas reservas de capital, além do reconhecimento do resultado do período no montante de R\$ 83,64 milhões em lucros acumulados, comentam nossos Diretores.

Balanço Patrimonial referente em 31 de Dezembro de 2011 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro de 2010

Ativo Circulante

Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o saldo de caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da Companhia totalizaram R\$ 169,43 milhões, comparados a R\$ 165,42 milhões em 31 de dezembro de 2010, um aumento de R\$ 4,01 milhões, ou de 2,43%.

Contas a receber

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o total de contas a receber no ativo circulante da Companhia era de R\$ 244,07 milhões, comparados com R\$ 156,42 milhões em 31 de dezembro de 2010, representando um aumento de R\$ 87,65 milhões.

Em R\$ mil	Consolidado	
	31/12/2011	31/12/2010
FIES	36.452	15.302
Mensalidades de alunos	241.404	157.436
Acordos a receber	26.430	26.938
Cartões a receber	12.165	6.930
Taxas a receber	4.379	4.407
Créditos a identificar	(7.468)	(9.207)
Provisão para devedores duvidosos	(69.292)	(45.384)

Ativo Não-Circulante

Ativo Não-Circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da Companhia totalizava R\$ 84,59 milhões, comparados a R\$ 58,74 milhões em 31 de dezembro de 2010. A variação de R\$ 25,85 milhões deve-se,

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento de R\$ 25,48 milhões em depósito judiciais.

Investimentos, imobilizado e intangível

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os investimentos, imobilizado e intangível da Companhia totalizaram R\$ 491,89 milhões, comparados a R\$ 355,37 milhões em 31 de dezembro de 2010. A variação de R\$ 136,52 milhões deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$ 91,18 milhões no ativo intangível e de R\$ 52,84 milhões no ativo imobilizado, compensados parcialmente pelas amortizações e depreciações normais da conta.

Passivo Circulante***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$ 6,55 milhões, representando um aumento de R\$ 4,79 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010.

Dividendos a Pagar

Os dividendos a pagar referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2010 foram pagos em 6 de maio de 2011, comentam nossos Diretores.

Passivo Exigível a Longo Prazo***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do não circulante totalizavam R\$ 247,85 milhões, um aumento de R\$ 240,09 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010, em função, principalmente, da emissão de debêntures, no valor de R\$ 200 milhões e do empréstimo junto ao IFC, no valor de R\$ 48,5 milhões.

Patrimônio Líquido

Em 31 de dezembro de 2011, comentam nossos Diretores, o patrimônio líquido da Companhia totalizava R\$ 618,93 milhões, um aumento de R\$ 33,03 milhões em relação a 31 de dezembro de 2010 em função principalmente do resultado do exercício de 2011, que foi compensado parcialmente pelos dividendos pagos e propostos.

FLUXO DE CAIXA

(R\$ milhões)	Exercício Social encerrado em 31 de Dezembro de				
	2013	2012	2011 ⁽¹⁾	Variação 2012/2013	Variação 2011/2012
Caixa Líquido Atividades Operacionais	138,14	93,00	-49,10	48,54%	-289,41%
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-721,4	-102,10	-162,20	606,56%	-37,05%
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	572,26	5,40	188,40	10.497,41%	-97,13%
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes de caixa	-11,0	-3,70	-22,90	197,30%	-83,84%
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes de caixa	18,10	21,90	44,70	-17,35%	-51,01%
Saldo Final de Caixa e Equivalentes de caixa	7,10	18,10	21,90	-60,77%	-17,35%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

(1) Conforme descrito na Nota 2.1 das demonstrações financeiras do exercício social findo 31 de dezembro de 2011, as demonstrações do fluxo de caixa para o exercício findo em 31 de dezembro de 2011 foram reapresentadas para corrigir a apresentação de certas transações entres os fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. As demonstrações dos fluxos de caixa para o período de nove meses findo em 30 de setembro de 2011 também foram reapresentadas por motivos similares.

Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2013 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2012

Caixa Líquido Atividades Operacionais

O caixa líquido das atividades operacionais da Companhia totalizava R\$ 138,14 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, um aumento de R\$ 45,14 milhões em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, explicado basicamente pelo aumento da base alunos e melhora dos indicadores financeiros da Companhia, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades de Investimento

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, comentam nossos Diretores, totalizou R\$ 721,4 milhões e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 foi R\$ 102,10 milhões, representando uma variação negativa de R\$ 619,30 milhões. A variação de entre os períodos deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento em aplicações financeiras, devido ao investimento do montante recebido no *Follow On*.

Caixa Líquido Atividades Financiamento

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, comentam nossos Diretores, o caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento foi R\$ 572,26 milhões, comparados a R\$ 5,40 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, representando uma variação de R\$ 566,86 milhões, principalmente em razão do aumento de capital social em R\$ 641,37 milhões e do gasto com emissão de ações (R\$ 24,03 milhões).

Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2012 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2011

Caixa Líquido Atividades Operacionais

O caixa líquido das atividades operacionais da Companhia totalizava R\$ 93,0 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, um aumento de R\$ 142,1 milhões em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, explicado basicamente pelo aumento da base alunos e melhora dos indicadores financeiros da Companhia, comentam nossos Diretores.

Caixa Líquido Atividades de Investimento

O caixa líquido utilizado nas atividades de investimento no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012, comentam nossos Diretores, totalizou R\$ 102,1 milhões e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011 foi R\$ 162,2 milhões, representando uma variação de R\$ 60,10 milhões. A variação de entre os períodos deve-se, principalmente, comentam nossos Diretores, à redução em aplicações financeiras, devido a alta geração de caixa operacional no ano.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

a) Resultados das operações do emissor, em especial:

i. Descrição de quaisquer componentes importantes da receita

Esclarecem nossos Diretores que nossa receita bruta é composta pelo recebimento de mensalidades decorrentes da prestação de serviços educacionais de ensino superior e de atividades administrativas relacionadas a prestação dos serviços educacionais. Dessa forma, a maior parte da nossa receita bruta provém das mensalidades cobradas pelos cursos de graduação tradicional, graduação tecnológica, extensão, especialização, pós-graduação e ensino a distância que são oferecidos aos nossos alunos. Os cursos são vendidos em módulos de seis meses, parcelados em seis mensalidades, com pagamento no início de cada mês, sendo o pagamento da primeira parcela considerado a confirmação da matrícula no semestre. As atividades administrativas relativas a prestação de serviços educacionais, por sua vez, consistem na impressão de documentos, requerimentos de revisão de notas, requerimentos de histórico escolar, taxa de inscrição no vestibular, alugueis de salas e auditórios para os quais são cobradas taxas acadêmicas dos estudantes.

ii. Fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais

Fatores Macroeconômicos

Nossos Diretores comentam que a nossa situação financeira e o resultado das nossas operações são influenciados por fatores como: (i) o desenvolvimento macroeconômico brasileiro; (ii) a taxa de desemprego; (iii) a disponibilidade de crédito; (iv) inflação, (v) nível de juros básicos; e (vi) o nível de renda da população. Variáveis como desenvolvimento macroeconômico brasileiro, a taxa de desemprego e média salarial podem afetar, positivamente ou negativamente, a nossa receita, uma vez que impactam diretamente o poder de consumo de nossos clientes. Também podem incorrer em variações, positivas ou negativas, em nossos custos operacionais e despesas administrativas e comerciais devido à oferta e demanda de mão de obra. A disponibilidade de crédito e o nível dos juros básicos podem afetar, positivamente ou negativamente, nossas despesas financeiras, bem como nossa capacidade de investimento no curto e médio prazo.

Exceto pela inflação e taxas de juros básicos, nossos Diretores comentam que não é possível aferir quantitativamente o impacto dos fatores macroeconômicos citados acima em nossa atividade, muito embora não seja possível afastar completamente potencial relevância indireta destes para o desenvolvimento de qualquer negócio no médio e longo prazo. Em relação à inflação e taxas de juros, nossos Diretores comentam que os impactos desses fatores tem sua relevância mitigada ou mesmo anulada na medida em que a Companhia consegue realizar periódicos reajustes de suas mensalidades para acompanhar a inflação e/ou compatibilizar o perfil de sua dívida e geração de caixa próprio para endereçar eventuais impactos resultantes de variações nas taxas de juros. Para informações adicionais a respeito de impactos da inflação e taxas de juros em nossas atividades, ver Seção 10.2(c) deste Formulário de Referência.

No ano de 2011, o PIB brasileiro cresceu 2,7%, de acordo com o divulgado pelo IBGE, demonstrando relativa resistência à crise externa, mas com desempenho abaixo de algumas previsões de mercado. A taxa de inflação acumulada, medida pelo IPCA, foi de 6,5%, permanecendo dentro da meta de inflação estabelecida pelo Banco Central. A manutenção da inflação dentro da meta reflete as políticas monetárias do Banco Central e a tendência de arrefecimento das pressões inflacionárias no fim do ano. A taxa Selic, em 31 de dezembro de 2010, estava em 10,66% a.a. e passou para 10,91% a.a., em 31 de dezembro de 2011, ainda refletindo aumentos na taxa Selic visando combater a alta da inflação durante o ano.

No ano de 2012, o PIB brasileiro cresceu 0,9%, de acordo com divulgado pelo IBGE, demonstrando desaceleração em relação ao ano passado e ficando abaixo das expectativas, acompanhando ritmo lento de crescimento da economia mundial, estimado em 1,1% para 2012. A taxa de inflação acumulada em 2012, medida pelo IPCA, ficou em 5,8%, permanecendo dentro da meta estabelecida pelo Banco Central, Ainda que a pressão

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

inflacionária tenha acelerado no segundo semestre, o resultado apresentou redução frente ao ano anterior. A taxa Selic, em 30 de dezembro de 2011, estava em 10,91% a.a. e passou para 7,29% a.a., em 31 de setembro de 2012, refletindo a política de afrouxamento monetário que o Banco Central adotou nesse ano, fazendo cortes na taxa básica de juros com o objetivo de estimular a atividade econômica.

No ano de 2013, o PIB brasileiro cresceu 2,3%, de acordo com dados divulgados pelo IBGE, demonstrando evolução em relação a 2012, quando o crescimento foi de apenas 0,9%, e evidenciando a gradual recuperação da economia brasileira e mundial. A taxa de inflação acumulada em 2013, medida pelo IPCA, ficou em 5,9%, permanecendo dentro da meta estabelecida pelo Banco Central, após uma sequência de aumentos na taxa básica de juros (Selic) por parte do Banco Central, justamente com o objetivo de conter o avanço da inflação. Nesse contexto, a taxa Selic, que em 30 de dezembro de 2012 estava em 7,25% a.a., passou para 10,00% a.a. em 31 de dezembro de 2013.

A tabela abaixo apresenta o crescimento do PIB, inflação, taxas de juros e taxa de câmbio para o Dólar nos períodos indicados:

	2011	2012	2013
Crescimento do PIB ¹	2,7%	0,9%	2,3%
Inflação (IGP-M) ²	5,1%	7,8%	5,5%
Inflação (IPCA) ³	6,5%	5,8%	5,9%
Taxa Interbancária – CDI ⁴	11,6%	8,4%	8,1%
Taxa de Juros a Longo Prazo – TJLP ⁵	6,0%	5,5%	5,0%
Taxa de câmbio no final do período por US\$ 1,00	R\$ 1,87	R\$ 2,04	R\$ 2,34
Taxa de câmbio média por US\$ 1,00 ⁶	R\$ 1,67	R\$ 1,95	R\$ 2,16

Fonte: BACEN, FGV, IBGE, CETIP e BNDES.

¹ O PIB do Brasil informado em tais períodos já utiliza a nova metodologia do IBGE.

² A inflação (IGP-M) é o índice geral de preço do mercado medido pela FGV, representando os dados acumulados ao final de cada período.

³ A inflação (IPCA) é um índice de preços ao consumidor medido pelo IBGE, representando os dados acumulados ao final de cada período.

⁴ A Taxa DI é a média das taxas dos depósitos interfinanceiros praticados durante o dia no Brasil (taxa acumulada no período e anualizada). Fonte: CETIP.

⁵ Representa a taxa de juros aplicada pelo BNDES para financiamento de longo prazo (fim do período). Fonte: BNDES.

⁶ Média das taxas de câmbio durante o período. Fonte: BACEN

PROUNI

Esclarecem nossos Diretores que o PROUNI – Programa Universidade para Todos (“PROUNI”) é um programa do Governo Federal do Brasil que visa a proporcionar a entrada de alunos que não possuem condições de arcar com os custos acadêmicos no Ensino Superior, mediante concessão pelo Governo de bolsas. Por meio do PROUNI, em conformidade com a Lei nº 11.096/2005, regulamentada pelo Decreto 5.493/2005 e normatizada pela Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal nº 456/2004, nos termos do artigo 5º da Medida Provisória nº 213/2004, as entidades de ensino superior que aderiram ao PROUNI, como nós (por meio de nossas controladas), são favorecidas por determinadas isenções fiscais federais, ficando isentas, no período de vigência do termo de adesão, de IRPJ, PIS, COFINS e CSLL referentes às receitas de cursos de graduação e graduação tecnológica, devendo a apuração de tais impostos ser baseada no lucro da exploração das atividades isentas.

Nossos Diretores esclarecem que tal programa foi responsável por uma isenção de pagamento de PIS/COFINS sobre a nossa receita de R\$ 64,6 milhões, R\$ 51,6 milhões e R\$ 41,9 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2012, 2011, respectivamente. Em relação ao IRPJ e CSLL, nossos Diretores esclarecem que a aderência ao programa por nossas controladas fez com que a alíquota efetiva de tais tributos ficasse em torno de 5,55%, 3,27% e 1,71% para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2012 e

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

2011 respectivamente, o que ensejou benefícios fiscais de R\$ 83,0 milhões, R\$ 44,9 milhões e R\$ 31,0 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2012, 2011, respectivamente.

Conforme nota explicativa nº 28 às nossas demonstrações financeiras para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, a reconciliação dos impostos apurados, conforme alíquotas nominais, e o valor dos impostos registrados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2013 e de 2012 estão apresentados a seguir:

	Consolidado	
	31 de dezembro de 2013	31 de dezembro de 2012
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	256.736	114.927
Alíquota nominal combinada de imposto de renda e da contribuição social	34%	34%
	(87.290)	
Imposto de renda e contribuição social às alíquotas da legislação		(39.075)
Ajustes para cálculo pela alíquota efetiva		
Ajustes da Lei 11.638/2007	(225)	(1.635)
Equivalência patrimonial	(1.547)	
Amortização de Ágio	(508)	1.812
Despesas não dedutíveis (a)	(2.773)	(1.610)
Prejuízo fiscal	(691)	(8.605)
Ajustes iniciais para adoção de novas práticas	(1.013)	(349)
Provisão para contingências	(2.753)	275
Reversão de PDD não dedutível e mensalidades a cancelar (b)	(2.274)	(523)
Reversões de provisões administrativas	(105)	68
Lei Rouanet	768	325
Outras	1.213	645
	(97.198)	(48.672)
Benefício fiscal lucro da exploração - PROUNI	82.960	44.913
Imposto de renda e contribuição social no resultado do exercício	(14.238)	(3.759)

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

Alíquota efetiva

-5,55

-3,27%

b) Variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços

Nossos Diretores comentam que os principais fatores determinantes da nossa receita bruta são: (i) o número de alunos matriculados em cada um dos cursos oferecidos, unidades e turnos; (ii) o valor das mensalidades para cada curso, unidade e turno; e (iii) o número de disciplinas ou créditos que o aluno está cursando.

Os preços das mensalidades são estabelecidos de acordo com o curso, unidade e turno. Desta forma, as nossas unidades situadas em regiões de maior demanda geralmente possuem mensalidades mais altas.

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2011 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2010 decorreu do aumento do número de alunos, bem como do aumento da participação relativa do segmento de EAD (Ensino a Distância).

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2012 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2011 decorreu do aumento do número de alunos e do reajuste de mensalidades.

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2013 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2012 decorreu do aumento do número de alunos e do reajuste de mensalidades.

c) Impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro do emissor

Nossos Diretores informam que nosso desempenho financeiro pode ser afetado pela inflação, uma vez que uma parcela expressiva dos nossos custos e despesas operacionais é incorrida em reais e reajustada pelos índices de inflação, tais como IGP-M, INPC e IPCA.

No Brasil, os salários são reajustados anualmente, com base em acordos coletivos, ora celebrados entre os sindicatos dos empregadores e dos empregados. Normalmente, os sindicatos seguem o índice de inflação do INPC, como parâmetro para as suas negociações. No caso das instituições de ensino superior este valor em algumas cidades, dependendo do sindicato, é acrescido de 1% no salário base (além do dissídio coletivo) a cada ano (caso do Rio de Janeiro).

Nossa receita bruta de vendas também é reajustada pela inflação, uma vez que, de modo geral, repassamos parte dos aumentos nos custos para nossos alunos, por meio do aumento nos preços das mensalidades. No entanto, não podemos prever a possibilidade de repasse do aumento dos custos para nossos alunos no futuro.

Nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2012 e 2011, o impacto da inflação em nossos resultados foi compensado pelo reajuste proporcional do preço das mensalidades.

Nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2013, 2012 e 2011, o aumento da taxa de juros teve impacto em nossos resultados incrementando o serviço de nossas dívidas, mas foi compensado pelo aumento do CDI que remunerava nossos ativos financeiros nesses exercícios.

Por fim, esclarecem nossos Diretores que o câmbio não tem qualquer impacto relevante em nosso resultado operacional e tampouco em nosso resultado financeiro.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs**a) Introdução ou alienação de segmento operacional**

Nossos Diretores comentam que não houve introdução ou alienação de segmento operacional nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2012 e 2013.

b) Constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Com exceção das provisões já constituídas, nossos Diretores comentam que as demonstrações financeiras tiveram impactos decorrentes das aquisições de participações societárias, em especial em 2007, quando houve aumento da base de alunos e consequente aumento de receita. Para maiores informações sobre as aquisições ver subitem 8.3 deste Formulário de Referência. Todavia, com relação a eventuais futuras aquisições, não podemos neste momento afirmar que tais eventos não poderão acarretar efeitos relevantes em nossas demonstrações financeiras.

c) Eventos ou operações não usuais

Nossos Diretores comentam que não houve eventos ou operações não usuais, pois não praticamos operações e/ou eventos não usuais.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases***Mudanças significativas nas práticas contábeis - Ressalvas e ênfases no parecer do auditor*****a) Mudanças significativas nas práticas contábeis**

Nossos Diretores comentam que a Companhia adotou todas as normas, revisões de normas e interpretações emitidas pelo Comitê de pronunciamentos contábeis (CPC), pelo IASB e órgãos reguladores que estavam em vigor em 31 de dezembro de 2013. As demonstrações financeiras, desde o exercício findo em 31 de dezembro de 2010, têm sido preparadas em conexão com as práticas definidas nas normas contábeis emitidas pelos Comitês mencionados acima, segundo nossos Diretores.

b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis

Não aplicável.

c) Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor

Nossos Diretores informam que nossos auditores independentes incluíram em seu parecer um parágrafo de ênfase relacionado à diferença entre as práticas contábeis adotadas no Brasil e as práticas internacionais relacionadas à avaliação dos investimentos, pois conforme descrito na Nota 2.1, as demonstrações financeiras individuais foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. Comentam nossos Diretores que, de acordo com as práticas brasileiras, investimentos em controladas devem ser avaliados pelo método de equivalência patrimonial, enquanto que para fins de IFRS seriam avaliados pelo custo ou valor justo.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Políticas contábeis críticas

Nossos Diretores informam que as principais políticas contábeis críticas que adotamos e que envolvem julgamentos, estimativas e premissas contábeis significativas estão descritas a seguir:

Julgamentos

A preparação das demonstrações financeiras individuais e consolidadas da Companhia requer que a administração faça julgamentos e estimativas e adote premissas que afetam os valores apresentados de receitas, despesas, ativos e passivos, bem como as divulgações de passivos contingentes, na data base das demonstrações financeiras. Contudo, a incerteza relativa a essas premissas e estimativas poderia levar a resultados que requeiram um ajuste significativo ao valor contábil do ativo ou passivo afetado em períodos futuros.

Estimativas e premissas

As principais premissas relativas a fontes de incerteza nas estimativas futuras e outras importantes fontes de incerteza em estimativas na data do balanço, envolvendo risco significativo de causar um ajuste significativo no valor contábil dos ativos e passivos no próximo exercício financeiro, são discutidas a seguir:

A liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores significativamente divergentes dos registrados nas demonstrações financeiras devido às imprecisões inerentes ao processo de sua determinação. A Companhia revisa suas estimativas e premissas pelo menos trimestralmente.

Perda (impairment) do ágio

Anualmente, o Grupo testa eventuais perdas (impairment) no ágio, de acordo com a política contábil apresentada na Nota 2.13. Os valores recuperáveis de Unidades Geradoras de Caixa (UGCs) foram determinados com base em cálculos do valor em uso, efetuados com base em estimativas a seguir:

	Em percentuais		
	2013	2012	2011
Margem bruta (i)	41,5%	38,7%	34%
Taxa de crescimento (ii)	5%	5%	5%
Taxa de desconto (iii)	14,6%	14,6%	14,1%

(i) Margem bruta orçada.

(ii) Taxa de crescimento média ponderada, usada para extrapolar os fluxos de caixa após o período orçado.

(iii) Taxa de desconto antes do imposto, aplicada às projeções do fluxo de caixa.

Se a taxa de desconto estimada antes do imposto aplicada aos fluxos de caixa descontados fosse 1% maior que as estimativas da administração (por exemplo, 15,6% ao invés de 14,6%), o Grupo também não teria reconhecido nenhuma perda (impairment) do ágio.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas*Transações com pagamentos baseados em ações*

A Companhia mensura o custo de transações liquidadas com ações com funcionários baseado no valor justo dos instrumentos patrimoniais na data da sua outorga. A estimativa do valor justo dos pagamentos com base em ações requer a determinação do modelo de avaliação mais adequado para a concessão de instrumentos patrimoniais, o que depende dos termos e condições da concessão. Isso requer também a determinação dos dados mais adequados para o modelo de avaliação, incluindo a vida esperada da opção, volatilidade e rendimento de dividendos e as correspondentes premissas.

Provisões para riscos tributários, cíveis e trabalhistas

A Companhia reconhece provisão para causas tributárias, cíveis e trabalhistas. A avaliação da probabilidade de perda inclui a avaliação das evidências disponíveis, a hierarquia das leis, as jurisprudências disponíveis, as decisões mais recentes nos tribunais e sua relevância no ordenamento jurídico, bem como a avaliação dos advogados externos. As provisões são revisadas e ajustadas para levar em conta alterações nas circunstâncias, tais como prazo de prescrição aplicável, conclusões de inspeções fiscais ou exposições adicionais identificadas com base em novos assuntos ou decisões de tribunais.

Vida útil dos ativos

Companhia revisa anualmente a vida útil econômica dos seus ativos, tendo como base laudos de avaliadores externos. A depreciação é reconhecida no resultado baseando-se no saldo de vida útil remanescente.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs**Controles internos relativos à elaboração das demonstrações financeiras - Grau de eficiência e deficiência e recomendações presentes no relatório do auditor****a) Grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

Nossos Diretores acreditam que os procedimentos internos e os sistemas de elaboração de demonstrações financeiras são suficientes para assegurar a eficiência, precisão e confiabilidade.

Com o acelerado crescimento, os nossos Diretores decidiram pela implantação de ações que assegurem a promoção da confiabilidade nas demonstrações financeiras, segurança e conformidade dos controles internos. Desta forma, destacamos algumas iniciativas que ilustram a busca pela aplicabilidade das prerrogativas da governança corporativa.

Área de Auditoria Interna: criada no ano de 2008, com o objetivo de identificar hipóteses de não conformidades nas atividades internas, e que ofereçam riscos de todos os aspectos. Os impactos diretos e indiretos nas demonstrações financeiras poderão ocorrer através de programa estimulado pelos conhecimentos adquiridos, regulamentações externas e direcionamentos identificados em relatório da Auditoria Externa.

Área de Controles Internos: criada no ano de 2010, com estrutura adequada ao porte da empresa, cuja responsabilidade envolve a promoção da eficiência operacional de forma controlada e o estímulo à aderência às políticas administrativas e executivas internas e externas. A promoção da segregação e a conformidade das práticas de processos internos são tratadas pela área de Controles Internos, através de: (i) atividades de *Compliance*; (ii) análise de perfis de acessos aos sistemas; e (iii) revisão dos controles atuais.

Desta forma, a nossa política de governança corporativa fundamenta-se pelas melhores práticas de mercado, tendo como base empresas do mesmo porte. Destacamos as seguintes práticas implantadas: (i) definição e participação de Comitê de Auditoria e Comitê de Ética e Conduta; (ii) Independência do Auditor Interno (reportando diretamente ao nosso Presidente); (iii) Existência de Auditoria Interna de Sistemas; (iv) Elaboração e publicação do Código de Ética e Conduta, (v) Divulgação constante do Canal de Denúncias; e (vi) Implantação do Monitoramento de e-mails. Com as ações mencionadas, entre outras atividades executadas, fundamentamos nossa análise pela determinação de um ambiente controlado, espelhando uma transparência operacional e financeira da empresa.

b) Deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente.

Nossos Diretores entendem que não há deficiências significativas em nossos controles internos.

No que diz respeito ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, como parte integrante do estudo e avaliação da estrutura de controles internos, nossos auditores avaliaram sua qualidade e adequação, incluindo os sistemas de processamento eletrônico de dados e dos riscos inerentes. Nessa avaliação, no entendimento de nossos auditores, não foi detectada nenhuma deficiência significativa que envolvesse a estrutura de nossos controles internos e seu funcionamento que pudesse afetar de forma relevante a preparação de nossas demonstrações financeiras. Os principais temas apontados pelos auditores relacionados aos nossos controles internos e sistemas de processamento de dados, bem como os comentários e a resposta de nossos Diretores, serão destacadas a seguir:

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs

1. Nossos auditores mencionaram em seu relatório de controles internos oportunidades de melhoria no monitoramento do processo de gerenciamento de mudança e melhoria nos parâmetros de segurança, todos relacionados a aspectos de tecnologia da informação (TI). Algumas ações já foram tomadas e outras estão em andamento para garantir a adequação dos controles de TI.
2. Nossos auditores também destacaram oportunidade de melhoria em conciliação de saldos contábeis relacionados ao Contas a Receber de Pessoa Jurídica e dos depósitos e bloqueios judiciais. A administração da Companhia destacou um grupo cujas atribuições se destinam integralmente às mencionadas conciliações.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados

Destinação de recursos de ofertas públicas de distribuição e eventuais desvios

a) Como os recursos resultantes da oferta foram utilizados.

Em 27 de julho de 2007, anunciamos o início da Oferta Pública de Distribuição Primária de Certificados de Depósitos de Ações ("Units") de nossa emissão. Foram emitidas 11.918.400 Units, no qual representam 1 (uma) ação ordinária e 2 (duas) ações preferenciais, totalmente adquiridas por novos acionistas. As Units ofertadas foram negociadas ao preço de R\$22,50 (vinte e dois reais e cinquenta centavos) por ação. O valor total bruto da oferta primária de ações foi de R\$268,2 milhões, que resultou no ingresso de R\$255,1 milhões (recursos líquidos da oferta) ao nosso caixa.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da Oferta Primária foram utilizados, principalmente, para financiar a expansão do negócio, sendo: (i) 61% para aquisições, (ii) 25% para abertura de novas unidades; e (iii) 14% para expansão e manutenção das unidades existentes.

Em 1º de outubro de 2010 foram emitidas 3.280.324 ações ordinárias para colocação no âmbito da oferta primária de nossa oferta subsequente. As ações ordinárias foram negociadas ao preço de R\$19,00 (dezenove reais) por ação. O valor da oferta primária de ações foi de R\$62,3 milhões.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da oferta primária foram utilizados, principalmente, para financiar a expansão do negócio, por meio de: (i) 50% para aquisições, (ii) 25% para abertura de novas unidades; e (iii) 25% para expansão e manutenção das unidades existentes.

Em 2011, realizamos oferta pública com esforços restritos de distribuição de 20.000 debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária emitidas em 25 de novembro de 2011 no valor total de R\$200 milhões.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da oferta pública com esforços restritos foram destinados para nosso reforço de caixa para fazer frente à nossa política de expansão que inclui, mas não se limita a aquisições de empresas do setor e/ou criação de novos *campi*.

Em 24 de janeiro de 2013 foram emitidas 14.687.100 ações ordinárias para colocação no âmbito da oferta primária de nossa oferta subsequente. As ações ordinárias foram negociadas ao preço de R\$42,00 por ação. O valor da oferta primária de ações foi de R\$616,9 milhões.

Nossos Diretores esclarecem que os recursos líquidos provenientes da oferta primária serão utilizados para financiar a expansão do negócio, por meio de: (i) 75% para aquisições, (ii) 10% para expansão do Ensino a Distância; e (iii) 15% para crescimento orgânico por meio de investimentos em novos campi e e expansão das unidades atuais como incremento de salas e laboratórios.

b) Se houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e as propostas de aplicação divulgadas nos prospectos da respectiva distribuição.

Nossos Diretores comentam que não ocorreram desvios relevantes na aplicação dos recursos nas ofertas públicas de nossas ações.

c) Caso tenha havido desvios, as razões para tais desvios

Nossos Diretores comentam que não ocorreram desvios relevantes na aplicação dos recursos nas ofertas públicas de nossas ações.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**Itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras**

a) Os ativos e passivos detidos pelo emissor, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (off-balance sheet items), tais como: i. Arrendamentos mercantis operacionais, ativos e passivos; ii. Carteiras de recebíveis baixadas sobre as quais a entidade mantenha riscos e responsabilidades, indicando respectivos passivos; iii. Contratos de futura compra e venda de produtos ou serviços; iv. Contratos de construção não terminada; e, v. Contratos de recebimentos futuros de financiamentos.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos ativos e passivos que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

b) Outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos outros itens que não sejam registrados em seu balanço patrimonial.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante**Comentários sobre itens não evidenciados nas demonstrações financeiras**

a) Como tais itens alteram ou poderão vir a alterar as receitas, as despesas, o resultado operacional, as despesas financeiras ou outros itens das demonstrações financeiras do emissor.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

b) Natureza e o propósito da operação.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.

c) Natureza e montante das obrigações assumidas e dos direitos gerados em favor do emissor em decorrência da operação.

Nossos Diretores esclarecem que não detemos itens que não sejam registrados em nosso balanço patrimonial.