

# 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	39
10.8 - Plano de Negócios	40
10.9 - Outros fatores com influência relevante	41

## 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 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.***

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

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 3,67% em 2014. 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 2012, 2013 e 2014 foram de 7,25%, 10,00% e 11,75%, respectivamente, conforme estabelecido pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (“COPOM”) e, em 27 de abril de 2015, estavam em 12,75%.

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 2014, do endividamento de R\$ 589,2 milhões, 3% ou R\$ 14,9 milhões estavam indexados a taxas de juros pré-fixadas e 97% ou R\$ 574,3 milhões a taxas de juros variáveis, sendo o CDI o principal indexador destas dívidas, dessa forma, serão diretamente impactadas 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\$589,2 milhões, (ii) o nosso saldo a pagar de tributos correspondente a R\$19,4 milhões e (iii) os nossos compromissos para pagamentos futuros que somaram R\$59,7 milhões. Na mesma data, contávamos com um caixa líquido de R\$46,9 milhões, composto pelo nosso endividamento bruto de R\$668,2 milhões e o caixa somado aos equivalentes de caixa correspondente a R\$715,1 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

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

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 nossa 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, nossa 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.

***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

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

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, fora do curso normal da Companhia, nos nossos instrumentos financeiros passivos em 31 de dezembro de 2014 e em relação a 31 de dezembro de 2013.

*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 2014 e 31 de dezembro de 2013 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 às 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 2014, foram definidos 03 cenários diferentes. Com base na taxa CDI publicada oficialmente pela CETIP em 30 de dezembro de 2014 (11,57% 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 2014, 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				
Operações	Risco	Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Aplicações financeiras R\$ 667.070	CDI	11,57% R\$ 77.181	14,46% R\$ 96.476	17,36% R\$ 115.771
Debêntures I R\$ 202.460	CDI+1,50	13,24% R\$ 26.813	16,18% R\$ 32.757	19,12% R\$ 38.701
Debêntures II R\$ 307.675	CDI+1,18	12,89% R\$ 39.649	15,81% R\$ 48.653	18,74% R\$ 57.658
IFC I R\$ 39.449	CDI+1,53	13,28% R\$ 5.238	16,21% R\$ 6.396	19,15% R\$ 7.555
IFC II R\$ 19.730	CDI+1,69	13,46% R\$ 2.655	16,40% R\$ 3.235	19,34% R\$ 3.815
<b>Posição Líquida</b>		<b>R\$ 2.826</b>	<b>R\$ 5.434</b>	<b>R\$ 8.041</b>

Cenário queda do CDI				
Operações	Risco	Cenário Provável (I)	Cenário (II)	Cenário (III)
Aplicações financeiras R\$ 667.070	CDI	11,57% R\$ 77.181	8,68% R\$ 57.885	5,79% R\$ 38.590
Debêntures I R\$ 202.460	CDI+1,50	13,24% R\$ 26.813	10,31% R\$ 20.869	7,37% R\$ 14.925
Debêntures II R\$ 307.675	CDI+1,18	12,89% R\$ 39.649	9,96% R\$ 30.644	7,03% R\$ 21.640
IFC I R\$ 39.449	CDI+1,53	13,28% R\$ 5.238	10,34% R\$ 4.079	7,40% R\$ 2.921
IFC II R\$ 19.730	CDI+1,69	13,46% R\$ 2.655	10,51% R\$ 2.074	7,57% R\$ 1.494
<b>Posição Líquida</b>		<b>R\$ 2.826</b>	<b>R\$ 218</b>	<b>-R\$ 2.389</b>

\* 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**

Não há.

**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

As informações financeiras incluídas nesta seção, exceto quando expressamente ressalvado, se referem às nossas demonstrações financeiras consolidadas relativas aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014.

As informações constantes neste item 10 do Formulário de Referência devem ser lidas e analisadas em conjunto com as nossas demonstrações financeiras consolidadas, disponíveis em nosso site ([www.estacioparticipacoes.com.br](http://www.estacioparticipacoes.com.br)) e no site da Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)).

### a) Condições financeiras e patrimoniais gerais

Somos a terceira maior organização privada do setor de ensino superior no Brasil de acordo com dados do INEP referentes ao ano de 2013 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.

Com relação às nossas principais condições patrimoniais, vale destacar que em 31 de dezembro de 2014, a nossa dívida líquida (assim considerada a subtração de caixa e disponibilidades e endividamento bruto) totalizou R\$46,9 milhões, comparada a R\$ 416,4 milhões, R\$ 172,0 milhões negativa, respectivamente em 31 de dezembro de 2013 e 2012. A redução da nossa dívida líquida no período compreendido entre os exercícios sociais de 2012 e 2014 decorreu em função da Oferta Pública de Ações realizada em janeiro de 2013, onde a Companhia arrecadou R\$ 616,8 milhões através de Oferta Primária de Ações.

Neste mesmo período o nosso índice de endividamento (assim considerado como a divisão do passivo circulante e não circulante pelo ativo total) em 31 de dezembro de 2014, foi de 0,32 comparado a 0,29 em 31 de dezembro de 2013 e 0,43 em 31 de dezembro de 2012, permanecendo em nível confortável para Companhia e em linha com os valores apresentados nos dois exercícios anteriores.

Nossos Diretores entendem que nosso capital de giro líquido (calculado como ativo circulante menos passivo circulante) 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.

Em 31 de dezembro de 2014, o nosso capital de giro líquido alcançou R\$1.077,0 milhões, enquanto em 31 de dezembro de 2013 e 2012, o nosso capital de giro líquido era de R\$979,9 milhões e R\$317,9 milhões, respectivamente. O aumento do nosso capital de giro líquido verificado em 31 de dezembro de 2014 comparado aos dois exercícios anteriores decorreu principalmente do aumento expressivo registrado no ativo circulante da Companhia.

Atualmente, na opinião de nossos Diretores, não possuímos deficiência de liquidez, considerando o nosso indicador de liquidez corrente (assim entendido o índice obtido pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante), que em 31 de dezembro de 2014 era 3,70. Em 31 de dezembro de 2013 e 2012, por sua vez, o nosso indicador de liquidez corrente era 4,38 e 2,64, respectivamente. A redução do nosso indicador de liquidez corrente de 15% de 31 de dezembro de 2014 para 31 de dezembro de 2013 decorreu, principalmente, do aumento das rubricas de salários e encargos sociais e dividendos a pagar. Adicionalmente, o aumento do índice de liquidez corrente de 40% em 31 de dezembro de 2014, quando comparado a 31 de dezembro de 2012, reflete, basicamente, o aumento registrado no nosso ativo circulante.

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. Para mais informações sobre a estrutura do nosso capital e nossas fontes de financiamentos, ver os itens 10.1(b) e 10.1(d) abaixo.

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

### **b) Estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas**

Em 31 de dezembro de 2014, segundo nossos Diretores, aproximadamente 68% das nossas atividades eram financiadas por meio de nosso capital próprio e aproximadamente 32% por meio de capital de terceiros. Na referida data, o nosso patrimônio líquido totalizou R\$2.392,9 milhões, enquanto nosso endividamento (assim considerado como a soma do nosso passivo circulante e do passivo não circulante) totalizou R\$ 1.121,3 milhões, dos quais R\$ 589,2 correspondiam a empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2013, aproximadamente 71% das nossas atividades eram financiadas por meio de nosso capital próprio e aproximadamente 29% por meio de capital de terceiros. Em tal data, nosso patrimônio líquido totalizou R\$1.517,6 milhões, enquanto nosso endividamento totalizou R\$621,0 milhões, dos quais R\$274,9 milhões consistem em empréstimos e financiamentos.

Em 31 de dezembro de 2012, por sua vez, aproximadamente 57% das nossas atividades eram financiadas por meio de nosso capital próprio e aproximadamente 43% por meio de capital de terceiros. Na referida data, nosso patrimônio líquido totalizou R\$707,03 milhões, enquanto nosso endividamento correspondeu a R\$532,78 milhões, dos quais R\$279,72 milhões se referem a empréstimos e financiamentos.

#### ***i. Hipóteses de resgate***

Além das previstas na legislação, não há hipóteses de resgate de ações de nossa emissão.

#### ***ii. Fórmula de cálculo do valor de resgate***

Tendo em vista que não há hipóteses de resgate de ações de nossa emissão além das legalmente exigidas, também não há a respectiva fórmula de cálculo.

### **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 2014, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) era de R\$589,2 milhões. Esse montante era composto, principalmente pelas duas emissões de debêntures realizadas pela nossa Companhia, no valor total de R\$500,0 milhões, pelos saldos sacados dos empréstimos (linhas de crédito) junto ao International Finance Corporation ("IFC") no valor de R\$48,5 milhões e R\$20,3 milhões e pela capitalização de *leasing* com equipamentos no valor de R\$9,7 milhões. Na mesma data, o valor de nosso endividamento bruto totalizou R\$668,3 milhões, observado que tal valor contempla o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos) acima referido, bem como os compromissos para pagamentos futuros referentes às aquisições realizadas (R\$59,7 milhões em 31 de dezembro de 2014) e o nosso saldo a pagar de tributos parcelados (R\$19,4 milhões em 31 de dezembro de 2014).

Adicionalmente, em 31 de dezembro de 2014, contávamos com um caixa líquido de R\$46,8 milhões, composto pelo nosso caixa somado aos equivalentes de caixa e subtraído do endividamento bruto de

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

R\$668,3 milhões. Como a Companhia registrou caixa líquido positivo, ou seja, o total de caixa e equivalentes de caixa superou o endividamento bruto, não havia exposição em relação ao *covenant* Dívida Líquida/EBITDA. Ainda, na referida data, como nossa Despesa Financeira Líquida foi negativa, ou seja, registramos uma receita financeira superior a nossa despesa financeira, também não tínhamos exposição ao índice de EBITDA/Despesa Financeira Líquida, usualmente utilizado para mensurar a capacidade da Companhia cobrir seus gastos com os juros das dívidas contratadas.

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos), era de R\$274,9 milhões. Esse montante correspondia à nossa 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 nosso 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 caixa somado aos equivalentes de caixa e subtraído do endividamento bruto de R\$322,8 milhões. Como a Companhia registrou caixa líquido positivo, ou seja, o total de caixa e equivalentes de caixa superou o endividamento bruto, não havia exposição em relação ao *covenant* Dívida Líquida/EBITDA. Ainda, na referida data, como nossa Despesa Financeira Líquida foi negativa, ou seja, registramos uma receita financeira superior a nossa despesa financeira, também não tínhamos exposição ao índice de EBITDA/Despesa Financeira Líquida, usualmente utilizado para mensurar a capacidade da Companhia cobrir seus gastos com os juros das dívidas contratadas.

Em 31 de dezembro de 2012, o nosso endividamento (empréstimos e financiamentos), era de R\$279,7 milhões. Esse montante correspondia à nossa 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 pelo nosso caixa somado aos equivalentes de caixa e subtraído da dívida bruta de R\$312,5 milhões. Adicionalmente, contávamos com uma relação Dívida Líquida/EBITDA de 0,82x, enquanto o índice de EBITDA/Despesa Financeira Líquida foi de 6,21x, o qual no entendimento da Companhia era considerado confortável.

Adicionalmente, o nosso EBITDA totalizou R\$532,6 milhões e R\$320,3 milhões e R\$ 209,9 milhões nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, respectivamente.

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

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, segundo nossos Diretores, a nossa principal fonte de financiamento para capital de giro e investimentos em ativos não-circulantes foi a nossa própria geração operacional de caixa, destacando-se ainda a segunda emissão de debêntures realizada pela nossa Companhia no valor de R\$300,0 milhões em outubro de 2014.

Conforme já mencionado, a nossa principal fonte de geração operacional de caixa da nossa Companhia são as mensalidades pagas por nossos alunos. Em 31 de dezembro de 2014, a nossa receita líquida totalizou R\$2.404,5 milhões, aproximadamente 38,9% e 73,8% superior ao mesmo indicador em 31 de dezembro de 2013 e 2012, que totalizavam, respectivamente R\$1.731,0 milhões e R\$1.383,3 milhões. Nossos Diretores esclarecem que o aumento da nossa receita líquida decorreu do

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

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\$233,6 milhões em 31 de dezembro de 2014, valor este acima dos valores registrados em 31 de dezembro de 2013, o qual foi positivo em R\$67,0 milhões e dos valores registrados em 31 de dezembro de 2012, o qual foi negativo em R\$5,8 milhões.

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 e as nossas emissões de debêntures, vide os itens 10.1(f) e 18.5 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-circulante. No entanto a nossa Companhia continuará a analisar oportunidades de financiamentos que atendam seus interesses em relação a custo e prazo para ampliar sua capacidade de investimentos e liquidez.

### f) Níveis de endividamento e as características de tais dívidas,

Em 31 de dezembro de 2014, a nossa dívida total era de R\$589,2 milhões, com uma parcela de R\$71,9 garantida por nossos ativos, com prazo médio de vencimento das amortizações de 4,1 anos e custo médio de 12,73% ao ano em reais.

ESTRUTURA DA DÍVIDA <i>em R\$ mil</i>	Em 31 de dezembro de		
	2012	2013	2014
Dívida bruta	279.724	274.906	589.173
Parcela garantida por ativos da Companhia	23,3%	24,0%	12,2%
Prazo médio das amortizações (em anos)	4,1	3,2	4,1
Custo médio	10,9%	10,3%	12,7%

### i. Contratos de empréstimo e financiamento relevantes

Segundo nossos Diretores, a maior parte do nosso endividamento decorre dos (i) nossos dois financiamentos obtidos junto ao IFC e (ii) às nossas emissões de debêntures, cujos recursos estão sendo utilizados para melhoria dos campi atuais, expansão orgânica e aquisições realizadas pela nossa Companhia. Tais operações possuem vencimentos em 2020, 2021 e 2019, 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 (R\$68,8 milhões, convertido à taxa de câmbio do dia) a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 1,53% ao ano, e vencimento em novembro de 2020. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela nossa 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 +

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

1,69% ao ano, e vencimento em setembro de 2021. Como garantia, foi constituída a cessão fiduciária dos direitos creditórios detidos pela nossa Companhia.

- Em 25 de novembro de 2011, foi efetuada a 1ª Emissão Pública de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações da Companhia, no valor de R\$200 milhões, originalmente, a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 1,6% ao ano, e vencimento em novembro de 2017. Em maio de 2014, foi aprovada por meio de assembleia geral de debenturistas, a redução da taxa de juros para CDI + 1,5% ao ano bem como a postergação do vencimento das debêntures para maio de 2019;
- Em 15 de outubro de 2014, foi efetuada a 2ª Emissão Pública de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações da Companhia, no valor de R\$300,0 milhões, a uma taxa de juros equivalente à Taxa CDI + 1,18% ao ano, e vencimento em outubro de 2019.

Além disso, possuímos financiamento para capital de giro, contratos de arrendamento mercantil, 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	Encargos Financeiros	Em 31 de dezembro de		
		2014	2013	2011
		(Em R\$ mil)		
Capital de giro	1,70% ao mês e/ou CDI + 0,25% ao mês	-	228	228
Contratos de arrendamento mercantil de computadores e outros equipamentos	IGPM + 12,3% ao ano	-	1.010	4
Contratos de arrendamento mercantil Colortel	INPC + 0,32% a.a.	8.751	5.721	5.813
Contratos de arrendamento mercantil Assist	-	191	653	1.325
Contratos de arrendamento mercantil CIT	-	647	-	33
Contratos de arrendamento mercantil Total Service		11	113	-
Contratos de arrendamento mercantil Springer	IGPM + 1% a.m.	72	0	0
Contratos de arrendamento mercantil Santander	15,2% a.a.	11	0	0
Contratos de arrendamento mercantil Santander	12,23% a.a.	8	0	0
Aymoré financiamentos	1,78% a.m.	0	0	0
Empréstimo IFC <sup>(1)</sup>	CDI +1,53% a.a.	56.990	64.395	67.315
Emissão de Debêntures <sup>(2)</sup>	CDI +1,60% a.a.	507.635	201.159	200.331
Opção de Recompra de Ações Banco Itaú				
Banco Itaú (Nota 18(d))		34	34	4.660
Empréstimo – FEE BNB	3% a.a.	2.241	1.593	0
Empréstimo - Banco da Amazônia	9,5% a.a.	12.634	0	0
Empréstimo - Banco Safra	10,56% a.a.	0	0	0
Empréstimo - Banco CEF	14,39% a.a.	-77	0	0
Empréstimo - Banco do Brasil		0	0	7
Empréstimo - Banco Itaú	29,44% a.a.	24	0	0
		589.173	274.906	279.724
Passivo circulante		28.464	36.962	13.856
Passivo não circulante		560.709	238.214	265.868
<b>Total</b>		<b>589.173</b>	<b>274.906</b>	<b>279.724</b>

(1) Soma dos valores em aberto nos dois contratos firmados com o IFC.

(2) Soma dos valores em aberto relativos às duas emissões de debêntures realizadas pela Companhia.

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

### ii. Outras relações de longo prazo com instituições financeiras

Em 18 de fevereiro de 2008, foi celebrado contrato de parceria entre a Estácio de Sá Participações S/A, suas controladas Sociedade de Ensino Superior Estácio de Sá, Sociedade de Ensino Superior do Pará Ltda., Sociedade Tecnopolitana da Bahia Ltda., Sociedade de Ensino Superior do Ceará Ltda., Sociedade de Ensino Superior de Pernambuco Ltda., IREP Sociedade de Ensino Superior, Médio e Fundamental Ltda. e a Faculdade Radial de Curitiba Sociedade Ltda. e o Unibanco (atualmente Itaú Unibanco), substituindo acordos de parceria anteriores, com prazo de vigência até 17 de fevereiro de

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

2018, cujo objeto principal é o de conceder exclusividade/preferência ao Unibanco (atualmente Itaú Unibanco) 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 da nossa Companhia. Em contrapartida à exclusividade concedida ao Unibanco (atualmente Itaú Unibanco), e pela manutenção dessa condição durante toda a vigência do contrato, o Unibanco (atualmente Itaú Unibanco) pagou a SESES e às 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.

Considerando a totalidade do passivo circulante e não circulante da nossa Companhia, a composição de acordo com o grau de subordinação era a seguinte, nas datas indicadas, com base em nossas demonstrações financeiras:

	Em 31 de dezembro de					
	2014		2013		2012	
	(R\$ milhões)	(%)	(R\$ milhões)	(%)	(R\$ milhões)	(%)
Obrigações com garantia real	71,9	6,4	66,0	10,6	67,3	12,6
Obrigações quirográficas	1.049,4	93,6	554,0	89,4	465,5	87,4
Obrigações com garantia flutuante	-	-	-	-	-	-
<b>Total do Endividamento Financeiro</b>	<b>1.121,3</b>	<b>100,0</b>	<b>620,0</b>	<b>100,0</b>	<b>532,8</b>	<b>100,0</b>

As garantias reais relacionadas aos contratos acima referidos, e com saldo em aberto em 31 de dezembro de 2014, são compostas por cessão fiduciária de direitos creditórios de nossa titularidade e cartas de fiança bancária.

Para maiores informações sobre o grau de subordinação do nosso passivo circulante e não-circulante, vide item 3.8 deste Formulário de Referência.

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

Nossos Diretores destacam que as principais restrições impostas pelas linhas contratadas junto ao IFC e pelas debêntures por nós emitidas são:

- *Covenants Financeiros*: Há limites financeiros estabelecidos nos contratos assinados com o IFC e nas escrituras 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 1,75; e Índice de Cobertura do Serviço da Dívida maior ou igual a 1,30.
- Anuência em caso de pré-pagamento de dívidas de longo prazo;
- *Alteração do controle societário*: na ocorrência de qualquer alteração na nossa composição societária, incluindo a alienação, cessão ou transferência direta de ações do nosso capital



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

social, em qualquer operação isolada ou série de operações, que resultem na aquisição originária do controle da nossa 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 nossos credores 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.

Para fins dos cálculos dos índices acima indicados:

*“EBITDA Ajustado” significa o (+) resultado operacional recorrente antes do resultado financeiro, (+) depreciação e (+) amortização de ágio, líquida de deságio, relativo aos 12 (doze) meses anteriores à data de apuração.*

*“Despesa Financeira Líquida” significa o (+) Despesas Financeiras (-) Receitas Financeiras;*

*“Dívida Líquida” significa o (+) Endividamento total (-) Disponibilidades*

*“Índice de Cobertura do Serviço da Dívida” significa a Geração de Caixa dividida pelo Serviço da Dívida.*

A tabela abaixo apresenta nosso índice de endividamento em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012:

Consolidado (em R\$ mil)	Em 31 de dezembro de		
	2014	2013	2012
Passivo circulante	398.765	290.109	193.312
Passivo não circulante	722.561	330.900	339.463
Total do Passivo	1.121.326	621.009	532.775
Patrimônio líquido	2.392.860	1.517.642	707.035
Índice de endividamento <sup>(1)</sup>	0,47	0,41	0,75
Capital de Terceiros	68%	29%	43%
Capital Próprio	32%	71%	57%

(1) Índice de endividamento calculado 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 o item 3.7 deste Formulário de Referência.

### g) Limites de utilização dos financiamentos já contratados.

A tabela abaixo demonstra o percentual de utilização dos financiamentos em 31 de dezembro de 2014:

Ano	Contraparte	Destinação	Valor	Percentual Utilizado	Desembolso dos recursos
2013	Banco do Nordeste	Aquisição de <i>tablets</i>	R\$ 4,1 milhões	55%	O crédito é disponibilizado de forma parcelada, de acordo com a apresentação das notas fiscais dos <i>tablets</i> adquiridos dentro da linha de financiamento.
2014	FINEP	Inovação	R\$ 4,2 milhões	0%	O crédito é disponibilizado de forma parcelada, de acordo com cronograma de evolução do projeto.

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

Ano	Contraparte	Destinação	Valor	Percentual Utilizado	Desembolso dos recursos
-----	-------------	------------	-------	----------------------	-------------------------

**h) Alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras**
**DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO**  
*(em R\$ milhões, exceto quando diversamente indicado)*

Exercício Social encerrado em								
31 de dezembro de								
R\$ milhões								
	2014	Análise Vertical 2014	2013	Análise Vertical 2013	2012	Análise Vertical 2012	Variação 2013/ 2014	Variação 2012/ 2013
Receita Bruta	3.415,98	-	2.490,98	-	1.971,89	-	37,13%	26,32%
Receitas de Mensalidades	3.376,82	-	2.463,55	-	1.946,61	-	37,07%	26,56%
Outras	39,16	-	27,43	-	25,28	-	42,77%	8,50%
Deduções da Receita Bruta	-1.011,52	-	-759,97	-	-588,60	-	33,10%	29,11%
Gratuidades - Bolsas de Estudos	-827,99	-	-635,99	-	-507,58	-	30,19%	25,30%
Devoluções de Mensalidades e Taxas	-24,73	-	-19,87	-	-10,51	-	24,45%	89,06%
Descontos Concedidos	-4,15	-	-6,65	-	-5,74	-	37,64%	15,85%
Impostos	-100,67	-	-72,52	-	-60,75	-	38,82%	19,37%
FGEDUC	-53,98	-	-24,94	-	-4,02	-	116,38%	520,40%
Receita Líquida	2.404,46	100,00%	1.731,01	100,00%	1.383,29	100,00%	38,91%	25,14%
Custo dos Serviços Prestados	-1.375,84	-57,22%	-1.036,54	-59,88%	-877,36	-63,43%	32,73%	18,14%
Lucro Bruto	1.028,63	42,78%	694,47	40,12%	505,93	36,57%	48,12%	37,27%
Despesas/Receitas Operacionais	-622,20	-25,88%	-461,73	-26,67%	-375,07	-27,11%	34,75%	23,11%
Comerciais	-238,32	-9,91%	-183,87	-10,62%	-157,78	-11,41%	29,61%	16,54%
Gerais e Administrativas	-383,87	-15,97%	-277,86	-16,05%	-217,29	-15,71%	38,15%	27,88%
Outras Receitas Operacionais	18,21	0,76%	15,81	0,91%	17,83	1,29%	15,23%	-11,33%
Outras Despesas Operacionais	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado das Atividades não Continuadas	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado Financeiro	8,26	0,34%	8,19	0,47%	-33,76	-2,44%	0,88%	-124,26%
Receitas Financeiras	109,23	4,54%	61,77	3,57%	22,12	1,60%	76,83%	179,25%
Despesas Financeiras	-100,96	-4,20%	-53,58	-3,10%	-55,88	-4,04%	88,44%	-4,12%
Resultado Antes de Imposto de Renda e da Contribuição Social	432,91	18,00%	256,74	14,83%	114,93	8,31%	68,62%	123,39%
IR e Contribuição Social	-7,26	-0,30%	-12,03	-0,69%	-5,24	-0,38%	39,64%	129,58%
Lucro Líquido do Exercício	425,65	17,70%	244,71	14,14%	109,69	7,93%	73,94%	123,09%

**Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 comparados com os Resultados referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013**
*Receita Bruta*

A receita bruta aumentou 37,13% ou R\$925,00 milhões, passando de R\$2.490,98 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$3.415,98 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, devido, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento da receita de mensalidades, que totalizou R\$3.376,82 milhões exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 e R\$2.463,56 milhões no mesmo período de 2013. Nossos Diretores esclarecem que esse aumento decorreu em função do aumento da base de alunos (aumento de

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

38,5% da base total de alunos) associado ao aumento do ticket médio, que por sua vez está relacionado ao reajuste pela inflação de nossas mensalidades. Segundo nossos 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 33,10% ou R\$251,54 milhões, passando de R\$759,97 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$1.011,52 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Esse aumento deveu-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento de R\$192,00 milhões na linha de gratuidades e bolsas de estudo (bolsas integrais e parciais concedidas aos nossos alunos), R\$4,86 milhões na linha de devoluções de mensalidades e taxas, R\$28,15 milhões na linha de impostos, em razão do crescimento da base de alunos e R\$29,03 milhões na linha Outras, referente ao FGEDUC, provisionamento para os alunos FIES financiados pelo Fundo de Garantia de Operações de Crédito Educativo (FGEDUC).

### *Receita Líquida*

Em função dos motivos explicados acima, nossos Diretores comentam que a nossa receita líquida aumentou 38,9% ou R\$673,45 milhões, passando de R\$1.731,01 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$2.404,46 milhões no mesmo período de 2014.

### *Custo dos Serviços Prestados*

O Custo dos Serviços Prestados aumentou 32,73% ou R\$339,30 milhões, passando de R\$1.036,54 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$1.375,54 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Comentam nossos Diretores, que esse aumento ocorreu em função dos seguintes itens: (i) aumento na linha de pessoal de R\$256,8 milhões devido principalmente aos acordos coletivos com os órgãos de classe; (ii) aumento de R\$37,6 milhões com aluguéis devido ao aumento do número de *campi*; (iii) aumento de despesas com material didático no valor de R\$12,00 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\$9,00 milhões com serviços de terceiros e outros e (v) aumento de R\$22,7 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 2,8 pontos percentuais na relação custo caixa/receita líquida: em 31 de dezembro de 2014 essa relação representou 54,3% da receita líquida frente a 57,1% em 31 de dezembro de 2013. Comentam nossos Diretores que esse ganho decorre principalmente de: (i) redução nos custos de pessoal (ganho de 0,9 pontos percentuais nos custos com pessoal); (ii) ganho de 0,7 pontos percentuais na linha de aluguéis e (iii) de 0,5 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 48,12% ou R\$334,15 milhões, passando de R\$694,47 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$1.028,63 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Essa elevação é atribuída, principalmente, comentam nossos Diretores, ao crescimento da base de alunos. No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, a margem bruta de nossas atividades foi de 42,8%, representando um aumento de 2,7 pontos percentuais quando comparada ao exercício social de 2013, em razão de ganhos de eficiência acima mencionados nas linhas de custos dos serviços prestados.

### *Despesas Operacionais*

As despesas comerciais aumentaram 29,61% ou R\$54,45 milhões, passando de R\$183,87 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$238,32 milhões no exercício social

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

encerrado em 31 de dezembro de 2014, devido principalmente, comentam nossos Diretores, a: (i) aumento da provisão para devedores duvidosos de 7,8%, saindo de R\$95,4 milhões em 31 de dezembro de 2013 para R\$103,30 milhões em 31 de dezembro de 2014 e (ii) aumento de R\$46,60 milhões com publicidade.

As despesas gerais e administrativas aumentaram 38,15% ou R\$106,01 milhões, passando de R\$277,86 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$383,87 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Comentam nossos Diretores que o principal fator desse aumento foi o aumento de 39,5% ou R\$47,8 milhões em despesas com pessoal, saindo de R\$120,90 milhões em 31 de dezembro de 2013 para R\$168,70 milhões em 31 de dezembro de 2014, devido a acordos com órgãos de classe.

### *Resultado Financeiro*

O resultado financeiro variou R\$0,07 milhão, passando de R\$8,19 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$8,26 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Nossos Diretores comentam que o Resultado Financeiro é estável em relação ao ano anterior, resultante do aumento do nosso rendimento em aplicações financeiras, que subiu em R\$20,0 milhões, em função da nossa maior posição de Caixa. Além disso, comentam nossos diretores, tivemos um impacto positivo pelo reconhecimento de créditos a recuperar retroativos referentes ao PIS. Esses efeitos positivos mais do que compensaram o aumento em despesas financeiras, cujo crescimento é explicado pelos aumentos: (i) de R\$26,6 milhões na linha de juros e encargos financeiros, impactado principalmente pelo serviço de nossa 1ª emissão de debêntures; e (ii) de R\$16,2 milhões em descontos financeiros, explicado principalmente pelo fato de que a partir de 2014 resolvemos conceder descontos aos nossos alunos com saldo devedor, assim negociando este débito internamente. Antes, vendíamos esta carteira de recebíveis para uma empresa de cobrança e cabia a esta recuperar este saldo devedor.

### *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\$18,21 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, contra um montante de R\$15,81 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, representando um aumento de 15,23%.

### *Resultado Antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social*

O resultado antes do imposto de renda e da contribuição social aumentou 68,62% ou R\$176,17 milhões, passando de R\$256,74 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 para R\$432,91 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014. Como uma porcentagem das receitas líquidas, comentam nossos Diretores que o resultado antes do imposto de renda e da contribuição social foi de 18,00% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 contra 14,83% no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013.

### *IR e Contribuição Social*

A despesa com imposto de renda e a contribuição social no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 totalizou uma despesa de R\$7,26 milhões, comparada a uma despesa de R\$12,03 milhões do mesmo período em 2013.

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

### *Lucro Líquido do Período*

O lucro líquido no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 foi R\$425,65 milhões, representando um aumento de 73,94% em comparação com o mesmo período de 2013 quando o lucro líquido foi de R\$244,71 milhões, em função dos fatores descritos acima, comentam nossos Diretores.

### **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 no 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 deveu-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.

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

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, 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 nossa 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 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.

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

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

	2014	Análise Vertical 2014	2013	Análise Vertical 2013	2012	Análise Vertical 2012	Variação 2013/2014	Variação 2012/2013
<b>Ativo Circulante</b>	<b>1.475,75</b>	<b>41,99%</b>	<b>1.270,00</b>	<b>59,38%</b>	<b>511,23</b>	<b>41,23%</b>	<b>16,20%</b>	<b>148,42%</b>
Caixa e equivalentes de caixa	48,01	1,37%	7,13	0,33%	18,13	1,46%	573,18%	-60,67%
Títulos e valores mobiliários	667,07	18,98%	732,05	34,23%	122,34	9,87%	-8,88%	498,37%
Contas a receber	451,41	12,85%	334,63	15,65%	279,66	22,56%	34,90%	19,66%
Contas a compensar - Sistema FIES	85,08	2,42%	48,65	2,27%	5,42	0,44%	74,89%	797,60%
Adiantamentos a funcionários/terceiros	50,43	1,43%	33,44	1,56%	25,96	2,09%	50,79%	28,81%
Partes relacionadas	0,00	0,00%	0,26	0,01%	0,26	0,02%	-100,00%	0,00%
Despesas antecipadas	66,16	1,88%	57,52	2,69%	30,93	2,49%	15,03%	85,97%
Impostos e Contribuições	70,62	2,01%	30,00	1,40%	10,59	0,85%	135,38%	183,29%
Outros	36,97	1,05%	26,32	1,23%	17,94	1,45%	40,45%	46,71%
<b>Ativo Não-Circulante</b>	<b>2.038,44</b>	<b>58,01%</b>	<b>868,65</b>	<b>40,62%</b>	<b>728,58</b>	<b>58,77%</b>	<b>134,67%</b>	<b>19,23%</b>
Despesas antecipadas	8,81	0,25%	2,56	0,12%	1,34	0,11%	244,75%	91,04%
Partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	0,00%	0,00%
Depósitos judiciais	120,94	3,44%	104,06	4,87%	83,22	6,71%	16,22%	25,04%
Impostos diferidos	31,17	0,89%	17,00	0,79%	11,69	0,94%	83,35%	45,42%
Impostos e Contribuições	25,34	0,72%	25,63	1,20%	20,89	1,68%	-1,16%	22,69%
Outros	10,82	0,31%	14,26	0,67%	8,65	0,70%	-24,15%	64,86%
Investimentos	0,23	0,01%	0,23	0,01%	0,23	0,02%	0,00%	0,00%
Imobilizado	465,71	13,25%	335,61	15,69%	294,66	23,77%	38,76%	13,90%
Intangível	1.375,43	39,14%	369,30	17,27%	307,90	24,83%	272,44%	19,94%
<b>Total do ativo</b>	<b>3.514,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.138,65</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.239,81</b>	<b>100,00%</b>	<b>64,32%</b>	<b>72,50%</b>
<b>Passivo e patrimônio líquido</b>								
<b>Circulante</b>	<b>398,77</b>	<b>11,35%</b>	<b>290,11</b>	<b>13,57%</b>	<b>193,31</b>	<b>15,59%</b>	<b>37,45%</b>	<b>50,08%</b>
Empréstimos e financiamentos	28,46	0,81%	36,69	1,72%	13,86	1,12%	-22,42%	164,72%
Fornecedores	50,34	1,43%	40,43	1,89%	35,44	2,86%	24,52%	14,08%
Salários e encargos sociais	121,61	3,46%	79,67	3,73%	65,73	5,30%	52,64%	21,21%
Obrigações tributárias	40,51	1,15%	34,02	1,59%	22,23	1,79%	19,06%	53,04%
Mensalidades recebidas antecipadamente	20,07	0,57%	11,09	0,52%	8,85	0,71%	80,95%	25,31%
Adiantamento de convênio	2,89	0,08%	-	-	-	-	0,00%	-
Parcelamento de tributos	3,59	0,10%	1,50	0,07%	2,21	0,18%	140,13%	-32,13%
Dividendos a pagar	101,17	2,88%	58,12	2,72%	26,05	2,10%	74,08%	123,11%
Compromissos a pagar	20,49	0,58%	22,21	1,04%	12,98	1,05%	-7,75%	71,11%
Outros	9,64	0,27%	6,38	0,30%	5,96	0,48%	175,53%	7,05%
<b>Não circulante</b>	<b>722,56</b>	<b>20,56%</b>	<b>330,90</b>	<b>15,47%</b>	<b>339,46</b>	<b>27,38%</b>	<b>118,36%</b>	<b>-2,52%</b>
Empréstimos e financiamentos	560,71	15,96%	238,21	11,14%	265,87	21,44%	135,38%	-10,40%
Provisão para contingências	26,88	0,76%	28,38	1,33%	23,21	1,87%	-5,27%	22,27%
Adiantamento de convênio	6,25	0,18%	9,14	0,43%	12,03	0,97%	-31,58%	-24,02%
Parcelamento de tributos	15,76	0,45%	6,94	0,32%	6,41	0,52%	127,17%	8,27%
Impostos diferidos	46,35	1,32%	8,36	0,39%	1,64	0,13%	454,00%	409,76%
Provisão com obrigações desmobilização de ativos	15,03	0,43%	14,10	0,66%	14,0	1,13%	6,64%	0,71%
Compromissos a pagar	39,21	1,12%	17,27	0,81%	11,18	0,90%	127,11%	54,47%
Outros	12,36	0,35%	8,5	0,40%	5,12	0,41%	45,43%	66,02%
<b>Patrimônio líquido</b>	<b>2.392,86</b>	<b>68,09%</b>	<b>1.517,64</b>	<b>70,96%</b>	<b>707,04</b>	<b>57,03%</b>	<b>57,67%</b>	<b>114,65%</b>



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

Capital social	1.053,10	29,97%	1.010,69	47,26%	369,32	29,79%	4,20%	173,66%
Gastos com emissão de ações	-26,85	0,76%	-26,85	-1,26%	-2,82	-0,23%	0,00%	852,13%
Reservas de capital	642,74	18,29%	120,98	5,66%	114,30	9,22%	431,27%	5,84%
Ações em tesouraria	-24,85	0,71%	-11,35	-0,53%	-11,35	-0,92%	118,99%	0,00%
Reservas de lucros	748,73	21,31%	424,17	19,83%	237,59	19,16%	76,51%	78,53%
Ajustes de avaliação patrimonial	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	0,00%
Dividendo adicional proposto	-	0,00%	-	-	-	-	0,00%	0,00%
<b>Total do passivo e patrimônio líquido</b>	<b>3.514,19</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.138,65</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.239,81</b>	<b>100,00%</b>	<b>64,32%</b>	<b>72,50%</b>

**Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2014 comparado com o Balanço Patrimonial em 31 de dezembro de 2013****Ativo Circulante***Caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários*

Em 31 de dezembro de 2014, o total do caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da nossa Companhia correspondeu a R\$48,01 milhões, comparados a R\$7,13 milhões em 31 de dezembro de 2013, um aumento de R\$40,88 milhões, ou de 573,18%.

*Contas a receber*

Em 31 de dezembro de 2014, o total de contas a receber no nosso ativo circulante era de R\$451,41 milhões, comparados com R\$334,63 milhões em 31 de dezembro de 2013, representando um aumento de R\$116,78 milhões, comentam nossos Diretores.

	Consolidado	
Em R\$ mil	Em 31/12/2014	Em 31/12/2013
FIES	149.728	78.884
Mensalidades de alunos	353.951	289.433
Acordos a receber	38.715	30.226
Cartões a receber	30.824	25.281
Taxas a receber	-	-
Créditos a identificar	-6.807	796
Provisão para devedores duvidosos	-144.998	(89.989)

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

Em 31 de dezembro de 2014, o ativo não-circulante, excluindo investimentos, mobilizado e intangível da nossa Companhia totalizava R\$197,07 milhões, comparados a R\$163,51 milhões em 31 de dezembro de 2013. A variação de R\$33,56 milhões deve-se, principalmente, ao aumento de R\$16,88 milhões em depósito judiciais, R\$14,17 milhões em impostos diferidos, R\$6,25 milhões em despesas antecipadas.

**Investimentos, imobilizado e intangível**

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

Em 31 de dezembro de 2014, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da nossa Companhia totalizou R\$1.841,37 milhões, comparados a R\$705,14 milhões em 31 de dezembro de 2013, a variação de R\$1.136,22 milhões deveu-se, principalmente, comentam nossos Diretores, aos aumentos de R\$1.006,13 milhões no ativo intangível e R\$130,10 milhões no ativo imobilizado. A variação do ativo intangível foi influenciada, principalmente, pelo aumento de R\$851,4 milhões do ágio na aquisição das adquiridas, aumento de R\$4,55 milhões no projeto central de ensino, R\$26,50 milhões em softwares, R\$5,49 milhões no projeto Fábrica de Conhecimento EAD (produção de conteúdo para o sistema de EAD), de R\$3,65 milhões no projeto Arquitetura de TI (novos sistemas e integração de sistemas existentes) comentam nossos Diretores, além do aumento de R\$109,47 milhões referente ao Fundo de Comércio. No ativo imobilizado as principais variações foram o aumento de R\$41,46 milhões em benfeitorias em imóveis de terceiros, R\$34,32 milhões em edifícios e R\$7,97 milhões em *tablets*.

### ***Passivo Circulante***

#### *Empréstimos e Financiamentos*

Em 31 de dezembro de 2014, comentam nossos Diretores, os empréstimos e financiamentos do passivo circulante totalizavam R\$28,46 milhões, representando uma redução de R\$8,23 milhões em relação ao saldo em 31 de dezembro de 2013.

Em 31 de dezembro de 2014, a rubrica fornecedor totalizou R\$50,34 milhões, representando um aumento de R\$9,92 milhões em relação a 31 de dezembro de 2013. Esse aumento deu-se em função do crescimento da operação, e com alongamento do prazo de pagamento da nossa Companhia.

#### *Obrigações Tributárias*

Em 31 de dezembro de 2014, nossas obrigações tributárias totalizavam R\$40,51 milhões, representando um aumento de R\$6,48 milhões em relação a 31 de dezembro de 2013, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, do aumento de R\$3,0 milhões em IRPJ e CSLL a recolher em função do crescimento da base tributável e do aumento de R\$2,69 milhões de ISS a recolher em função do crescimento de base de faturamento.

#### *Compromissos a Pagar*

Em 31 de dezembro de 2014, compromissos a pagar totalizavam R\$20,49 milhões, representando uma redução de R\$1,72 milhão em relação a 31 de dezembro de 2013, devido à liquidação das parcelas vincendas de curto prazo relativas às aquisições de sociedades realizadas em exercícios anteriores, comentam nossos Diretores.

### ***Passivo Exigível a Longo Prazo***

#### *Empréstimos e Financiamentos*

Em 31 de dezembro de 2014, os empréstimos e financiamentos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$560,71 milhões, um aumento de R\$322,50 milhões em relação a 31 de dezembro de 2013, em função, principalmente, comentam nossos Diretores, da nossa segunda emissão de debêntures realizada em 2014.

#### *Parcelamento de Tributos*

Em 31 de dezembro de 2014, os parcelamentos de tributos do passivo exigível a longo prazo totalizavam R\$15,76 milhões, um aumento de R\$8,82 milhões em relação a 31 de dezembro de 2013, referente a parcelamentos de impostos existentes nas sociedades adquiridas.

#### *Compromissos a pagar*

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

O aumento do saldo de R\$21,95 milhões deveu-se principalmente, às novas aquisições realizadas pela Companhia no exercício social de 2014, quais sejam, as aquisições da (i) Organização Paraense Educacional e de Empreendimentos Ltda., mantenedora da Faculdade Estácio de Belém, nova denominação do Instituto de Estudos Superiores da Amazônia, do (ii) Centro de Assistência ao Desenvolvimento de Formação Profissional Unicef Ltda., cuja denominação social está em fase de alteração para Sociedade de Ensino Superior Estácio Amazonas Ltda., mantenedora da Faculdade Estácio do Amazonas, nova denominação da Faculdade Literatus; e (c) do Centro de Ensino Unificado de Teresina Ltda.- CEUT, mantenedor da Faculdade de Ciências, Saúde, Exatas e Jurídicas Teresina.

### ***Patrimônio Líquido***

Em 31 de dezembro de 2014, o nosso patrimônio líquido totalizava R\$2.392,86 milhões, um aumento de R\$875,22 milhões em relação a 31 de dezembro de 2013, devido ao aumento de R\$521,76 milhões de reservas de capital e do reconhecimento do resultado no montante de R\$324,56 milhões em reservas de lucros, comentam nossos Diretores.

### **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, o total do caixa e equivalentes de caixa e títulos e valores mobiliários da nossa Companhia correspondeu a 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 nosso ativo circulante 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.

Em R\$ mil	Consolidado	
	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 nossa 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 deveu-se, principalmente, ao aumento de R\$20,84

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

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.

### ***Investimentos, imobilizado e intangível***

Em 31 de dezembro de 2013, o saldo de investimentos, imobilizado e intangível da nossa 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 deveu-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.

### ***Passivo Circulante***

#### ***Empréstimos e Financiamentos***

Em 31 de dezembro de 2013, 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 relativas à nossa primeira emissão de debêntures e da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

#### ***Fornecedores***

Em 31 de dezembro de 2013, a rubrica Fornecedores 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 nossa Companhia, comentam nossos Diretores.

#### ***Obrigações Tributárias***

Em 31 de dezembro de 2013, nossas 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, nossos 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 nossa 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, o que representou 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 relativas à nossa primeira emissão de debêntures e da dívida do IFC realizada entre o curto e o longo prazo.

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

### *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.

### *Compromissos a pagar*

O aumento do saldo de R\$6,09 milhões deve-se principalmente, às novas aquisições do Instituto de Ensino Superior Social e Tecnológico – IESST, mantenedora da Faculdade de Ciências Sociais e Tecnológicas - FACITEC e da Associação de Ensino de Santa Catarina - ASSESC, mantenedora das Faculdades Integradas Associação de Ensino de Santa Catarina FASSESC, e também pela reclassificação entre curto e longo prazo relacionadas as aquisições da Associação Educacional da Amazônia - ASSEAMA, mantenedora da Faculdade SEAMA e da Sociedade Educacional de Rio Grande do Sul S/S Ltda. - FARGS, mantenedora das Faculdades Riograndenses, comentam nossos Diretores.

### ***Patrimônio Líquido***

Em 31 de dezembro de 2013, o nosso patrimônio líquido totalizava R\$1.517,64 milhões, o que representou 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.

### **FLUXO DE CAIXA**

(R\$ milhões)	Exercício Social encerrado em 31 de Dezembro de				
	2014	2013	2012	Variação 2013/2014	Variação 2012/2013
Caixa Líquido Atividades Operacionais	487,7	-422,6	131,4	-215,4%	-421,5%
Caixa Líquido Atividades de Investimento	-1.205,1	-160,6	-140,6	650,3%	14,2%
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	758,3	572,3	5,40	32,5%	10.497,3%
<b>Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes de caixa</b>	<b>40,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>-471,6%</b>	<b>197,7%</b>
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes de caixa	7,1	18,1	21,9	-60,6%	-17,4%
Saldo Final de Caixa e Equivalentes de caixa	48,0	7,1	18,1	573,2%	-60,6%

### **Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2014 comparado com a Demonstração do Fluxo de Caixa referente ao exercício encerrado em 31 de Dezembro de 2014**

#### ***Caixa Líquido Atividades Operacionais***

O caixa líquido das atividades operacionais da nossa Companhia totalizava R\$487,7 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, o que representou um aumento de R\$910,31 milhões em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, explicado basicamente pelo aumento de 38,5% da nossa base alunos o que levou a um aumento de 38,9% da nossa receita líquida, resultando em um lucro líquido 73,9% maior do que o registrado em 2013, garantido, dessa forma, a melhora dos indicadores financeiros da nossa 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 2014, comentam nossos Diretores, totalizou R\$1.205,10 milhões e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013 foi R\$160,60 milhões, representando uma variação negativa de R\$1.044,49 milhões.

**10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*****Caixa Líquido Atividades Financiamento***

No exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, comentam nossos Diretores, o caixa líquido gerado pelas atividades de financiamento foi R\$758,3 milhões, comparados a R\$572,3 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, representando uma variação de R\$186,05 milhões, explicado principalmente pelo valor recebido na emissão de debêntures realizada em 2014.

**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 nossa Companhia totalizava R\$422,6 milhões no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2013, o que representou uma redução de R\$554,08 milhões em relação ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012.

***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\$160,6 milhões e no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2012 foi R\$140,6 milhões, representando uma variação negativa de R\$20,02 milhões. A variação de entre os períodos deveu-se, principalmente, comentam nossos Diretores, ao aumento em aplicações financeiras, devido ao investimento do montante recebido no âmbito da nossa oferta pública subsequente de ações (*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\$572,3 milhões, comparados a R\$5,4 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).

## 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 realizado na 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 nossa 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 Item 10.2(c) deste Formulário de Referência.

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 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

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

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.

No ano de 2014, o PIB brasileiro cresceu apenas 0,1%, de acordo com dados divulgados pelo IBGE, demonstrando desaceleração em relação a 2013, quando o crescimento foi de 2,3%. A taxa de inflação acumulada em 2014, medida pelo IPCA, ficou em 6,4%, acima do centro da meta (4,5%), mas ainda dentro do teto estabelecido pelo Banco Central, apesar das maiores pressões inflacionárias que temos visto nos últimos trimestres. A taxa Selic em 31 de dezembro de 2014 era de 11,65%a.a..

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

	2012	2013	2014
Crescimento do PIB <sup>1</sup>	0,9%	2,3%	0,1%
Inflação (IGP-M) <sup>2</sup>	7,8%	5,5%	3,7%
Inflação (IPCA) <sup>3</sup>	5,8%	5,9%	6,4%
Taxa Interbancária – CDI <sup>4</sup>	8,4%	8,1%	10,77%
Taxa de Juros a Longo Prazo – TJLP <sup>5</sup>	5,5%	5,0%	5,0%
Taxa de câmbio no final do período por US\$1,00	R\$2,04	R\$2,34	R\$2,66
Taxa de câmbio média por US\$1,00 <sup>6</sup>	R\$1,95	R\$2,16	R\$2,35

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

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

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

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

<sup>4</sup> 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.

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

<sup>6</sup> 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\$83,7 milhões, R\$64,6 milhões e R\$51,6 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013, 2012, 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 5,54%, 5,55% e 3,27% para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, respectivamente, o que ensejou benefícios fiscais de R\$145,8 milhões, R\$83,0 milhões e R\$44,9 milhões nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013, 2012, respectivamente.



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

Com o advento das Instruções Normativas RFB 1.394/2013 e 1.417/2014 foi instituído o POEB (índice que representa a proporção entre as vagas ofertadas e preenchidas do PROUNI), o qual deve ser multiplicado pelo Lucro da Exploração auferido, para fins de cálculo do benefício fiscal. Na sequência foi publicada a IN/RFB 1.476/2014, trazendo maiores esclarecimentos sobre o POEB, em especial quanto o início da sua vigência. Deste modo, em atendimento a IN/RFB 1.476/2014 e com a renovação da Adesão ao PROUNI das sociedades do Grupo da nossa Companhia no fim de 2014, a partir de 2015 o POEB deverá ser aplicado para fins de cálculo do benefício.

Conforme nota explicativa nº 28 às nossas demonstrações financeiras para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, a reconciliação dos impostos apurados, conforme alíquotas nominais, e o valor dos impostos registrados nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2014 e de 2013 estão apresentados a seguir:

	<b>Consolidado</b>	
	<b>31 de dezembro de 2014</b>	<b>31 de dezembro de 2013</b>
Lucro antes do imposto de renda e da contribuição social	432.906	256.736
Alíquota nominal combinada de imposto de renda e da contribuição social	34%	34%
Imposto de renda e contribuição social às alíquotas da legislação	(147.188)	(87.290)
Ajustes para cálculo pela alíquota efetiva		
Ajustes da Lei 11.638/2007	(5.918)	(225)
Equivalência patrimonial		(1.547)
Amortização de Ágio	(5.846)	(508)
Despesas não dedutíveis (a)	(3.657)	(2.773)
Provisão ILP para funcionários	(843)	
Prejuízo fiscal	149	(691)
Despesas com desmobilização	(141)	(1.013)
Provisão para contingências	1.331	(2.753)
Reversão de PCLD não dedutível e mensalidades a cancelar (b)	(9.759)	(2.274)
Outras	2.059	1.213
	(169.813)	(97.966)
Benefício fiscal lucro da exploração - PROUNI	145.812	82.960
Benefício fiscal – Lei Rouanet		768
Imposto de renda e contribuição social no resultado do exercício	(24.001)	(14.238)
Alíquota efetiva	-5,54	-5,55

**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 2013 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2012 decorreu do aumento do número de alunos e do reajuste de mensalidades.

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

A variação das receitas no período encerrado em 31 de dezembro de 2014 em relação ao período encerrado em 31 de dezembro de 2013 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 2014, 2013 e 2012, o impacto da inflação em nossos resultados foi compensado pelo reajuste proporcional do preço das mensalidades.

Nos exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012, 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.

### b) Constituição, aquisição ou alienação de participação societária

#### AQUISIÇÃO

Em 01 de julho de 2014, foi aprovada pelos acionistas da Companhia, em Assembleia Geral Extraordinária, a incorporação de 100% de participação na Uniseb Holding S.A., nova denominação social da TCA Investimentos e Participações Ltda. ("UNISEB Holding"), controladora da UNISEB União dos Cursos Superiores SEB Ltda., mantenedora do Centro Universitário UNISEB com sede e campus na cidade de Ribeirão Preto, estado de São Paulo, que se deu da seguinte forma: (i) aquisição de 50% (cinquenta por cento) do capital social total da UNISEB Holding, mediante pagamento em moeda corrente nacional, pelo valor de R\$ 308.834.198,69, sujeito aos ajustes previstos no Contrato de Compra e Venda de Ações, Incorporação e Outras Avenças, atualizados pelo IGPM desde 12 de setembro de 2013 até a data da aprovação da matéria, e (ii) imediatamente após a aquisição mencionada acima (quando a Estácio passou a deter 50% das ações de emissão da UNISEB Holding), através da incorporação da UNISEB Holding pela Companhia. O capital social da Estácio foi aumentado em R\$ 23.305.394,83, em razão dos elementos patrimoniais, ativo e passivo, da UNISEB Holding vertidos ao patrimônio da Estácio.

A UNISEB, fundada em 1999, possuía na época da aquisição, aproximadamente, 37,8 mil alunos, contando em seu portfolio com 23 cursos superiores presenciais, 19 cursos superiores à distância, 33 programas de pós graduação, 15 de pós graduação/MBA em parceria com a Fundação Getúlio Vargas e 107 de extensão (totalmente online). Esta aquisição ampliou a capilaridade da Companhia no ensino superior à distância, agregando 164 polos de ensino à distancia autorizados, dos quais 111 já estão ativos e em operação, marcando a entrada definitiva da Estácio no Estado de São Paulo. No ensino superior presencial, a Estácio reforçará sua presença no mercado ao agregar um Centro Universitário com sede na cidade de Ribeirão Preto.

Salvo pela operação acima mencionada, não houve constituição, aquisição ou alienação de participação societária nos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014 que tenham tido efeitos relevantes nas demonstrações financeiras da Companhia.

### c) Eventos ou operações não usuais

Nossos Diretores comentam que não houve eventos ou operações não usuais.

**10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases****a) Mudanças significativas nas práticas contábeis**

Nossos Diretores comentam que a nossa 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 aplicáveis aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014.

Não houve impactos relevantes nas Demonstrações Financeiras, oriundas das referidas mudanças nas práticas contábeis para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014.

**b) Efeitos significativos das alterações em práticas contábeis**

Não aplicável, considerando que nos os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014, não houve mudanças significativas nas práticas contábeis adotadas pela Companhia.

**c) Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor**

Nossos Diretores informam que não houve ressalvas presentes nos pareceres do auditor relativos aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012, 2013 e 2014. No entanto, para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2012 e 2013, nossos Diretores informam que nossos auditores independentes incluíram em seu parecer um parágrafo de ênfase, conforme transcrito abaixo:

*"Conforme descrito na Nota 2.1, as demonstrações financeiras individuais foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. No caso da Estácio Participações S.A., essas práticas diferem das IFRS, aplicáveis às demonstrações financeiras separadas, somente no que se refere à avaliação dos investimentos em controladas pelo método de equivalência patrimonial, uma vez que para fins de IFRS seria custo ou valor justo. Nossa opinião não está ressalvada em função desse assunto."*

Para o exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014 o referido parágrafo de Ênfase deixou de ser aplicável.

## 10. Comentários dos diretores / 10.5 - 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 nossas demonstrações financeiras individuais e consolidadas 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 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 nossa Companhia revisa suas estimativas e premissas pelo menos trimestralmente.

### *Perda (impairment) do ágio*

Anualmente, a nossa Companhia testa eventuais perdas (*impairment*) no ágio, de acordo com a política contábil apresentada na Nota Explicativa 2.24 das nossas demonstrações financeiras. 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

	2014	2013	2012
Margem bruta (i)	41,5%	41,5%	38,7%
Taxa de crescimento (ii)	5%	5%	5%
Taxa de desconto (iii)	13,5%	14,6%	14,6%

(i) Margem bruta orçada média.

(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, 14,5% ao invés de 13,5%), a nossa Companhia também não teria reconhecido nenhuma perda (*impairment*) do ágio.

### *Transações com pagamentos baseados em ações*

A nossa 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*

**10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas**

A nossa 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 as 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*

A nossa Companhia revisa anualmente a vida útil econômica dos nossos 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****a) Grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las**

A administração da Companhia avaliou a eficácia dos controles internos relacionados às demonstrações financeiras por meio de processos desenvolvidos para apresentar confiabilidade, precisão e eficiência dos dados apresentados.

A companhia possui uma área de Controles Internos para avaliação dos controles internos com a aplicação da metodologia de mapeamento de processos e avaliação de riscos, que buscam assegurar a implantação de controles para a mitigação dos principais riscos. Está área também deve promover a eficiência operacional estimulando à aderência às políticas e procedimentos internos e externos, bem como a revisão de processos de forma contínua.

Por fim, os diretores da companhia concluíram que, em 31 de dezembro de 2014, a Companhia mantinha um ambiente de controle eficaz, garantindo dados e números confiáveis na elaboração e divulgação de informações financeiras.

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

No que diz respeito ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014, 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, foram apontados 2 (dois) pontos de melhoria de controles internos que são de importância suficiente para merecer a atenção dos responsáveis pela governança. As mesmas são destacadas a seguir:

**1. Reconciliação de contas contábeis**

Oportunidade de melhoria em conciliação de alguns saldos contábeis de forma tempestiva, principalmente relacionadas ao contas a receber de cartões de crédito e dos depósitos e bloqueios judiciais.

Tal situação pode ocasionar perda de eficiência e atraso no processo de fechamento contábil e exames de auditoria.

Nossa administração já destacou um grupo cujas atribuições se destinam integralmente às mencionadas conciliações.

**2. Revisão periódica dos acessos à rede**

Oportunidades de melhoria na formalização de processos e políticas de revisão periódica de acesso à rede, sistemas e bancos de dados da Companhia.

Tal situação pode acarretar em risco de acessos indevidos à transações incompatíveis ou conflitantes à função exercida pelos usuários.

Nossa administração esclarece que ações já foram tomadas e outras estão em andamento, incluindo a criação de um comitê específico de padronização de processos, para garantir a adequação dos controles de TI.

**10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados****a) Como os recursos resultantes da oferta foram utilizados.**

Em 2014, realizamos oferta pública com esforços restritos de distribuição de 30.000 debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária emitidas em 15 de outubro de 2014 no valor total de R\$300 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 e de investimentos.

Em 24 de janeiro de 2013 foram emitidas 14.687.100 ações ordinárias para colocação no âmbito da oferta primária de nossa oferta subsequente (*Follow On*). 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 foram 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 expansão das unidades atuais como incremento de salas e laboratórios.

Para mais informações sobre as emissões acima referidas, ver os itens 18.5, 18.6 e 18.10 deste Formulário de Referência.

**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 efetiva dos recursos das ofertas públicas de nossas ações e as propostas de aplicação divulgadas nos documentos da respectiva distribuição.

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

Nossos Diretores comentam que não ocorreram desvios relevantes na aplicação efetiva dos recursos das ofertas públicas de nossas ações e as propostas de aplicação divulgadas nos documentos da respectiva distribuição.



**10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**

**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.**

Não aplicável, uma vez que os nossos Diretores entendem que não há ativos e passivos que não estejam refletidos nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia no exercício social encerrado em 2014.

**b) Outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras.**

Não aplicável, uma vez que os nossos Diretores entendem que não há outros itens que não estejam evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas da Companhia no exercício social encerrado em 2014.

**10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante****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.**

Não aplicável, uma vez que os nossos Diretores entendem que não há itens que não estejam refletidos nas demonstrações financeiras consolidadas da nossa Companhia no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014.

**b) Natureza e o propósito da operação.**

Não aplicável, uma vez que os nossos Diretores entendem que não há itens que não estejam refletidos nas demonstrações financeiras consolidadas da nossa Companhia no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014.

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

Não aplicável, uma vez que os nossos Diretores entendem que não há itens que não estejam refletidos nas demonstrações financeiras consolidadas da nossa Companhia no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2014.