



Vinci Mosaico FIA
Carta trimestral

3T 2019

VINCI partners

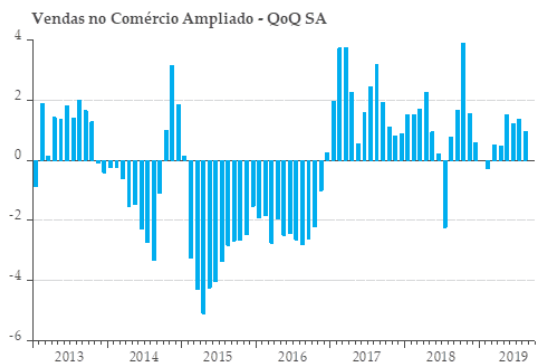
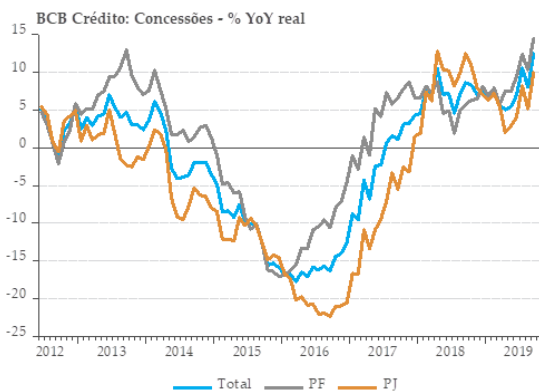
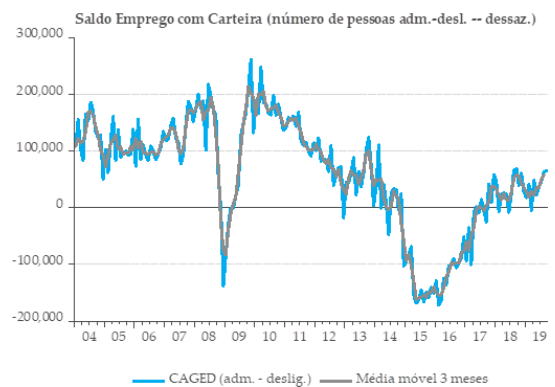
Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

3T 2019

Caros investidores,

Nos primeiros nove meses de 2019, o Vinci Mosaico se valorizou 26,2% vs 19,2% do Ibovespa. Desde a sua criação, em julho de 2010 ¹, o fundo teve um retorno médio anualizado de 19,3% vs 5,7% do Ibovespa.

No 3º trimestre continuamos a ver sinais de recuperação da economia brasileira. As vendas no varejo, a criação de emprego e os dados de crédito têm vindo acima das expectativas dos analistas, mostrando a resposta do setor privado à queda de juros e à retomada da confiança. Os dados de inflação continuam comportados (estimativa de +3,2% para 2019 e 3,5% para 2020). Isso abre espaço para que o BC continue cortando juros, o que poderá levar a taxa básica para níveis próximos a 4,0% ao final de 2020 (juros reais próximos de zero até no Brasil!).



¹ Este Fundo foi originado da cisão do Mosaico FIA (CNPJ: 08.845.635/0001-00) ocorrida em 14/11/2017.

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

3T 2019

O que tem dragado parte de nossa recuperação é o efeito recessivo do ajuste fiscal (que tem impactado os investimentos) e a desaceleração da economia global. Em função disso, a nossa visão é que a economia brasileira deverá crescer apenas 1,0% em 2019 e em torno de 2,0% em 2020, apesar dos números do varejo e crédito mostrarem uma retomada mais forte – em linha com uma recuperação da demanda privada doméstica mais forte do que os números do PIB indicam.

Acreditamos que este ambiente continue a ser bastante favorável para o investimento em bolsa. Os lucros das empresas deverão continuar crescendo em compasso com a recuperação econômica, ao mesmo tempo em que os juros deverão continuar caindo.

YDUQS – Barbarians at Tropical Gates

Nesta carta focaremos na YDUQS (antiga Estácio), empresa na qual investimos inicialmente em 2010 e que esteve quase que continuamente no nosso portfólio desde então, se tornando a segunda maior contribuidora histórica para a performance do fundo.

Apesar do enorme valor criado para seus acionistas desde a sua abertura de capital em 2007 (+ 570% no período), a história da YDUQS não demonstrou ser uma linha reta na criação de valor e conquista de mercados, como o caso de empresas que tiveram performances semelhantes nesse período, a la Ambev e Itaú, as quais seguiram como rolos compressores ganhando mercado e agregando valor as suas ações, enquanto a relação entre os acionistas e a gestão da empresa foi sempre uma harmonia quase entediante.

Já a saga corporativa da YDUQS se assemelha ao best seller “Barbarians at the Gate”, de Bryan Burrough e John Helyar, que conta a história do take-over hostil, em 1988, da RJR Nabisco, gigante do consumo americano. Na frenética luta pelo controle da empresa entre o fundo de *private equity* KKR e o presidente da Nabisco, Ross Johnson, se revelam os desafios e excessos de Wall Street nos anos 80, como o enorme poder dos CEOs das *corporations*, a instabilidade causada pelas ofertas hostis e a alavancagem insana produzida pelos *junk-bonds*.

De forma similar, a história da YDUQS conta muita coisa sobre a renascença do mercado de capitais brasileiro nos últimos 15 anos, como a volta dos IPOs, os desafios da transformação de uma empresa familiar em *corporation*, as distorções criadas por políticas de governos populistas (FIES), a possibilidade de take-overs e a crescente vigilância da autoridade anti-trust.

A Universidade Estácio de Sá foi fundada no Rio de Janeiro por João Uchoa Cavalcanti Netto em 1970. O perfil empreendedor de seu fundador levou a empresa a se consolidar como líder no estado do Rio de Janeiro e partir para uma expansão nacional que alçou a Estácio à posição de maior empresa de ensino superior no início dos anos 2000².

² Fonte: Site de RI da YDUQS. Apresentação da Reunião Pública com Analistas do 3T07 – 12/12/2007

Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

3T 2019

Em paralelo à expansão da Estácio, um outro grupo educacional ganhou destaque nos anos 2000, a Anhanguera Educacional. A Anhanguera possuía uma gestão profissional, tinha recebido um aporte do fundo de *private equity* Pátria em 2004, usava um modelo de ensino padronizado para todas as suas unidades, focado em trazer uma mensalidade acessível a jovens de classe média que trabalhavam e estudavam ao mesmo tempo. Além de crescer vegetativamente, a Anhanguera fez uma série de aquisições e passou a oferecer Ensino a Distância (EaD) num modelo de franquia. Em 2007, a Anhanguera estreou na B3 como a estrela do ensino superior brasileiro ³.

A Estácio também abriu o capital na Bolsa em 2007, mas, apesar de ter mais alunos que a Anhanguera à época, não parecia pronta para esse movimento. A gestão tinha acabado de deixar de ser familiar e seu vertiginoso crescimento nos anos anteriores tinha se dado de forma desorganizada. Muitos cursos não possuíam viabilidade econômica (como os famosos cursos de surf e carnaval). A gestão de suas unidades era difusa, sem padronização. Consequentemente, a margem EBITDA da Estácio era cerca de metade da Anhanguera.

Em maio de 2008, João Uchoa vendeu uma parte de suas ações para a gestora de *private equity* GP Investimentos, com o intuito de trazer para a gestão da empresa a cultura meritocrática e a disciplina de custos que tinha pautado os investimentos anteriores da GP, como a Equatorial Energia e a ALL.

Um dos sócios da GP, Eduardo Alcalay, se tornou CEO da Estácio e iniciou um árduo processo de turn-around, que passava por duras negociações salariais com professores, passando a cobrá-los por performance. Ao mesmo tempo, seria implantado um novo modelo acadêmico, um centro de serviço compartilhado e se iniciaria o ensino a distância.

Essa arrumação interna forçou uma parada no crescimento da empresa entre 2009 e 2011. Nesse meio tempo, em 2010, João Uchoa decidiu desinvestir sua participação remanescente fazendo uma nova oferta de ações no mercado. Dali em diante, a empresa seria uma *corporation* tendo a GP como acionista de referência, com uma fatia de 19%⁴.

Naquela época, começamos a nos interessar em investir na empresa. Acreditávamos que sem as amarras da família fundadora, a GP poderia acelerar a sua transformação cultural. Na época, as ações da Estácio estavam ~15% abaixo do preço do IPO em função dos seus resultados frustrantes. No entanto, nos chamava atenção o fato de que, mesmo nessa condição, a Estácio tinha um ROIC de mais de 25%⁵, refletindo a força da sua marca e o seu modelo de negócio *asset light*. Avaliada a 3x o capital empregado, a Estácio parecia oferecer uma boa equação entre qualidade e preço. No final de 2010, montamos uma posição pequena, de cerca de 1% do fundo.

³ Fonte: Anhanguera: Apresentação APIMEC com Analistas e Investidores – 5/12/2007

⁴ Fonte: Formulário de Referência de 2010 da Estácio Participações – site da CVM

⁵ ROIC de 2010 excluindo-se o ágio da rubrica Intangível. Acreditamos que o ROIC sem o ágio é uma métrica melhor para se verificar a qualidade do negócio. Por outro lado, o ROIC com o ágio é uma boa métrica para se avaliar a qualidade da alocação de capital da gestão.

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**3T 2019**

Nossa pequena participação nos forçou a acompanhar o setor de educação de forma mais intensa, o que acabou nos rendendo frutos muito maiores do que imaginávamos inicialmente. Duas revoluções estavam em gestação no ano de 2011: a reformulação do financiamento estudantil governamental (FIES) e a decolada do EaD. E ao percebê-las, fomos aumentando a nossa participação gradativamente para 10% do fundo ao longo do ano.

O novo FIES possibilitava que as pessoas financiassem todas as suas mensalidades a juros baixíssimos (3,5% a.a.), sem pagar praticamente nada durante o curso e nos 4 anos seguintes. Além disso, levariam mais 8 anos para amortizar o crédito. Não era necessário fiador e o crédito estava disponível mesmo para pessoas de renda alta. Praticamente todo o risco de crédito desse financiamento era arcado pelo governo.

O FIES aumentou o número de alunos no ensino superior, principalmente nos cursos que eram menos acessíveis até então, como engenharia e medicina. Esse crescimento e melhora de ticket alavancaram os resultados das empresas do setor. O EBITDA da Estácio, por exemplo, subiu em média 60% a.a entre 2011 e 2014 ⁶.

Ao mesmo tempo, uma nova avenida de crescimento se formava para as empresas de educação: o ensino a distância. O EaD tinha começado a se difundir na década anterior através de polos de aulas tele-presenciais. A mensalidade era menos da metade do que a do ensino presencial e só era necessário ir ao polo de uma a duas vezes por semana. Essa era uma proposta de valor muito interessante para jovens trabalhadores (que queriam estudar em horários alternativos) e alunos do interior, onde muitas vezes não havia nenhuma faculdade por perto.

No entanto, o Ministério da Educação restringiu a partir de 2008 a abertura de novos polos devido à preocupação com a qualidade de ensino. Por outro lado, aquelas empresas que já possuíam polos abertos, poderiam crescer indefinidamente seu número de alunos. Isso criou uma reserva de mercado para os first movers desse segmento.

Acreditamos que nenhuma empresa do setor entendeu tão bem as oportunidades que estavam adiante quanto a Kroton (recém renomeada Cogna). A Kroton tinha sido fundada nos anos 60 pelo ex-ministro do Turismo, Walfrido Mares Guia. A empresa era focada no ensino básico, mas aumentou sua exposição no ensino superior depois da sua abertura de capital (2007) e da entrada do *private equity* Advent em 2009.

Em 2010, a Kroton adquiriu a IUNI, um dos maiores grupos educacionais do país à época. Junto com a IUNI, veio para a Kroton o seu presidente, Rodrigo Galindo, filho do fundador da universidade. Rodrigo começou a trabalhar na empresa do pai aos 12 anos e, aos 23, já tinha aberto sua própria universidade.

Galindo se tornou CEO da Kroton em 2010, e junto com um time talentoso de executivos da Advent, rapidamente consertou o modelo acadêmico da Kroton e integrou as aquisições. Em seguida, começou uma série de aquisições, com destaque para duas das maiores operações de ensino a distância do país: Unopar e Uniasselvi, que juntas trouxeram cerca de 210 mil alunos

⁶ Fonte: Releases de Resultados da Estácio entre 2011 a 2014. Site de RI da YDUQS

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**3T 2019**

para a Kroton (20% do mercado de EaD) e passaram a representar quase metade do resultado consolidado de 2013⁷.

Com a diversificação que o EaD proporcionava, notamos que a Kroton se sentiu à vontade para mergulhar de cabeça no FIES com sua operação presencial. Ao final de 2014, nada menos do que 60% da base de alunos presenciais da Kroton tinham o financiamento do governo, enquanto na Estácio este número era 40%.

Nós adquirimos uma participação relevante na Kroton em 2012 (chegando a 8% do fundo), mas fomos diminuindo nossa exposição ao setor ao longo de longo de 2013 (tanto em Kroton quanto em Estácio), pois as ações tinham tido uma forte alta (ESTC +134% e KROT +151% em 2012). No entanto, mantivemos uma exposição intermediária em Estácio (cerca de 5%) por acreditarmos que existia um gap de eficiência que seria fechado no tempo. Em retrospecto, essa visão se mostrou errada, pois a Kroton tinha mais coelhos para tirar da cartola.

Em abril de 2013, a Kroton anunciou que estava comprando, com ações, a Anhanguera. O movimento criava a maior empresa de educação do mundo, com market cap de US\$ 7 Bi e era o pano de fundo para o desinvestimento do Pátria. A Estácio foi pega de surpresa, pois se achava a candidata natural a se casar com a Anhanguera, uma vez que não existia praticamente nenhuma sobreposição geográfica entre as duas empresas.

A resposta da Estácio foi tímida. Em setembro de 2013, a cia anunciou a aquisição da Uniseb, uma empresa 4 vezes menor que a Estácio. A Uniseb era detida pelo empresário do setor, Chaim Zaher, o qual passou a deter 10% da Estácio ao mesmo tempo em que a GP deixava a empresa. O foco da Uniseb era o ensino a distância; e seu grande número de polos (369) permitiria que a Estácio continuasse a crescer nesse segmento ⁸.

No ano de 2014, enquanto a economia brasileira mergulhava numa enorme recessão provocada pela indisciplina fiscal, os resultados das empresas de educação continuavam a crescer por conta do FIES. Apesar de ter sido uma das bandeiras de campanha na reeleição da ex-presidente Dilma daquele ano, a manutenção do FIES se tornava cada vez mais insustentável, dado o seu alto custo para o governo (desembolsos de R\$ ~20 bi/ano) e a enorme inadimplência da carteira.

E, de fato, a FIESTA acabou. No apagar das luzes de 2014, o governo reduziu drasticamente o programa e as ações de Estácio e Kroton caíram cerca de 40% durante 2015.

Com a perspectiva de ver as suas margens se comprimirem ano após ano com a formatura dos alunos FIES, a Kroton começou a buscar alternativas para segurar seu resultado. Comprar a Estácio nos parece ter surgido como a melhor solução.

Apesar do turn-around do início da década, a Estácio nunca tinha feito um trabalho de custo e eficiência tão profundos quanto o da Kroton. O custo de professor por aluno na Estácio era

⁷ Site de RI da Cogna. Release de Resultado do 4T13

⁸ Site de RI da YDUQS. Apresentação – Sumário da Aquisição UniSEB de 12/06/2014

 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**3T 2019**

cerca de 50% maior do que o da Kroton. Além disso, parecia existir uma relação tensa entre o novo conselho (que passou a contar com Chain Zaher) e o management, que era egresso dos tempos da GP.

Esse ambiente conturbado se tornou propício para a investida da Kroton, que fez uma oferta hostil em junho de 2016. A Ser Educacional, outra empresa do setor, e o próprio Chain Zaher também se mostraram interessados pelo controle da Estácio. Em julho, a Kroton aumentou em ~35% sua proposta inicial e obteve a benção do conselho da Estácio para levar o ativo.

No entanto, entre as condições precedentes do negócio estava a aprovação pelo CADE. E, diferentemente da aquisição da Anhanguera, desta vez a autoridade anti-trust teve outro entendimento. A empresa resultante da fusão dos dois maiores grupos educacionais do país criaria uma grande concentração de mercado. Por isso, a transação foi rejeitada em julho de 2017.

Depois que o negócio entre Kroton e Estácio fez água, entrou em cena um player inusitado: a Advent. A empresa de *private equity* que estivera por trás do turn-around da Kroton, e havia se desfeito de suas ações em 2013.

A Advent comprou a posição de Chain Zaher na Estácio em agosto de 2017, após aparente desentendimento do empresário com o resto do conselho, o qual dificultava sua ambição de tomar o controle da cia ⁹. O que a Advent via na Estácio era a mesma coisa que a Kroton havia visto: uma enorme oportunidade de ganho de eficiência.

E, de fato, os ganhos de eficiência começaram a acontecer. Os custos de pessoal da Estácio caíram cerca de 10% a.a. desde 2017, em função de menores salários, melhor compartilhamento de disciplinas e maior uso de EaD nos cursos presenciais. Além disso, a empresa começou a implementar iniciativas de melhora de precificação, retenção e cobrança que já começaram a mostrar resultados ¹⁰.

Grande parte da gestão foi trocada, mesclando profissionais que trabalham com a Advent há muito tempo, com egressos de outros centros de excelência (como o caso do CEO, Eduardo Parente, ex-Vale) e pratas da casa.

As perspectivas são promissoras. O ensino a distância da Estácio é um dos maiores do país, além de ser um dos que mais cresce (+35% em 2019, chegando a 210 mil alunos). Além disso, com a recuperação economia, a captação do ensino presencial finalmente voltou a crescer no 2º semestre de 2019.

A mudança de nome de Estácio para YDUQS, ocorrida em julho último, não é mera perfumaria. Por trás desse movimento enxergamos a intenção de transformar a YDUQS numa holding de negócios e marcas de educação.

⁹ Fonte: Brazil Journal: "Estácio: Advent chega a 8,7%; Chaim joga a toalha" de 17/08/2017

¹⁰ Site de RI da YDUQS: Release de Resultado do 2T19

**Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**3T 2019**

Nos últimos dois anos, vimos com espanto as bem-sucedidas aberturas de capital de empresas brasileiras de tecnologia em bolsas americanas. O movimento iniciado pela PagSeguro mostrou que os investidores estrangeiros estão dispostos a pagar múltiplos bem mais altos do que os locais. Duas empresas de educação seguiram a mesma trilha: Arco (focada em sistemas de ensino básico) e Afya (cursos de medicina). Ambas negociam entre 20 e 30x EBITDA 20E, enquanto o múltiplo da YDUQS é 10x.

Nesse contexto, se tornam candidatas à listagem na Nasdaq as operações da YDUQS de EaD e medicina (a YDUQS é a maior faculdade de medicina do Brasil e devem dobrar de tamanho até 2024).

Além disso, agora que a YDUQS já fez grande parte de sua lição de casa na captura de eficiência, a nova gestão já se sente à vontade para voltar às aquisições. Recentemente, a cia anunciou a compra das operações da Adtalem no Brasil por cerca de R\$ 2 Bi (~ 20% do valor de mercado da YDUQS). A Adtalem tem em seu portfólio o Ibmecc (uma das mais conceituadas escolas de negócios do país) e a Wyden, marca de ensino superior presente no Norte e Nordeste (onde a YDUQS já é um dos principais players).

Acreditamos que importantes sinergias deverão ser capturadas nessa aquisição, e a YDUQS não deve parar por aí. Como o mercado de educação superior ainda é pouco concentrado e a cia é um dos players mais eficientes, uma série de outras aquisições deve surgir.

Com a operação revigorada e as novas perspectivas de crescimento, a paz voltou a reinar entre os acionistas da empresa. Os bárbaros já não estão mais em frente ao seu portão e a YDUQS está pronta para se abrir para o mundo.

Atenciosamente,

Vinci Partners

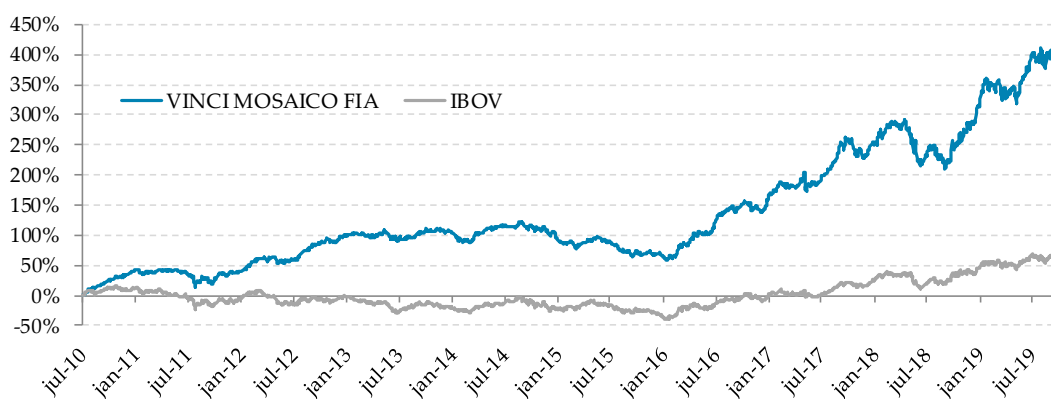
Vinci Mosaico FIA Carta Trimestral

3T 2019

em R\$	jan/19	fev/19	mar/19	abr/19	mai/19	jun/19	jul/19	ago/19	set/19	2019 YTD	Acum*
Vinci Mosaico FIA	13,6%	-2,6%	-1,7%	1,1%	2,0%	6,0%	2,8%	1,3%	1,8%	26,2%	407,8%
Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%	19,2%	66,4%

* Mosaico FIA criado em 12 de julho 2010

em R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vinci Mosaico FIA	38,7%	-0,2%	43,2%	5,6%	-1,9%	-16,2%	44,9%	40,6%	14,8%
Ibovespa	10,1%	-18,1%	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%



 **Vinci Mosaico FIA**
Carta Trimestral**3T 2019**

AVISOS LEGAIS

O presente material tem caráter meramente informativo, não foi auditado e é para uso exclusivo de seu destinatário. As informações contidas neste documento não devem ser divulgadas a terceiros ou reproduzidas sem o prévio e expresso consentimento da Vinci. As informações contidas neste documento são materialmente precisas até a data a que ele se refere. Este material não pretende ser completo, nem a Vinci assume nenhum compromisso de atualizar as informações aqui contidas. Rentabilidade passada não é garantia de resultado futuro. Esta carta constitui uma opinião dos analistas e gestores da Vinci, mas não deve ser interpretada como uma recomendação, legal ou de qualquer outra natureza, por parte da Vinci, e não leva em consideração a situação particular de qualquer pessoa. Quaisquer projeções, avaliações de conjuntura ou estimativas de mercado indicadas neste material são baseadas em certas premissas, refletem as visões dos analistas e gestores da Vinci e não foram verificadas de forma independente e, portanto, não devem ser interpretadas como um indicativo dos eventos reais que ocorrerão. Outros eventos que não foram levados em consideração podem ocorrer e exercer impacto significativo no mercado e, conseqüentemente, nos investimentos. Os analistas e gestores da Vinci usam informações de fontes conhecidas por sua confiabilidade e boa-fé, mas isto não representa nem endossa a precisão ou confiabilidade de nenhuma dessas informações e a Vinci não se responsabiliza pelo teor dessas informações. A utilização das informações aqui contidas se dará exclusivamente por conta e risco de seu usuário. Antes de tomar qualquer decisão acerca de seus investimentos, a Vinci recomenda ao interessado que consulte seu próprio assessor legal.

Rio de Janeiro
55 21 2159 6000
Av. Bartolomeu Mitre, 336
Leblon - 22431-002

São Paulo
55 11 3572 3700
Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.277
14º andar - Jd. Paulistano - 01452-000

Recife
55 81 3204 6811
Av. República do Líbano, 251 - Sala 301
Torre A - Pina - 51110-160

Nova York
1 646 559 8000
780 Third Avenue, 25th Floor
10017