

CARTA AO INVESTIDOR
1º TRIMESTRE DE 2022

CARTA AO INVESTIDOR

Uma filosofia de longo prazo

Investimentos deveriam ser tão excitantes quanto ver a grama crescer, disse Paul Samuelson. Os impactos de boas decisões são percebidos a longo prazo, portanto acompanhar cotações e preços no dia a dia não contribui em quase nada para o sucesso do investidor.

Em muitos casos, já estudados e documentados, perseguir esses movimentos de curto prazo é negativo para o investidor. Isto gera armadilhas psicológicas e custos elevados de transações.

Ao sermos sócios de boas empresas, o tempo está a nosso favor e a paciência é uma virtude. Ao longo de décadas, a maior parte do retorno do investimento em ações é fruto da geração de valor dos negócios investidos, e não de acertar a hora de comprar e vender suas ações.

Por outro lado, as ruidosas oscilações de curto prazo muitas vezes nos dão a possibilidade de comprar essas boas empresas com margem de segurança. Do final de 2019 até março de 2020, por exemplo, o Ibovespa perdeu 45% do seu valor. Desde então a alta foi de quase 80%, trazendo o índice de volta ao nível anterior. Esse tipo de volatilidade não pode ser ignorado.

Se ser sócio de um excelente negócio já é bom, adquirir esta participação por uma barganha é melhor ainda.

Nosso trabalho como gestores de fundos de ações exige um equilíbrio entre essas duas visões. Comprar bons negócios com visão de longo prazo e com paciência para encontrar e avaliar as oportunidades, mas com agilidade e assertividade para aproveitar os bons descontos durante as volatilidades de curto prazo.

A avaliação da qualidade do negócio é, em boa medida, um processo cartesiano, ou seja, com processos racionais e metódicos.

Para demonstrar como encaramos este desafio, vamos utilizar uma das teses mais recentes da carteira do 4UM Small Caps FIA como exemplo. O objetivo desta carta é duplo, ao dar visibilidade ao cotista sobre nossa filosofia de investimentos e também compartilhar nossas convicções sobre a Cruzeiro do Sul Educacional.

Gostamos de pescar onde há peixes, e entrar em mercados que estão crescendo. É um erro do investidor tanto buscar barganhas dentre ações muito saturadas pela cobertura de analistas, bem como empreender em um mercado em declínio. Ainda assim, muitos são cegos a esta dinâmica. Nunca é demais ressaltar, o valor justo de uma companhia é, na maioria das vezes, fruto da geração de caixa do longo prazo, mais do que dos resultados num horizonte mais curto.

Ao procurar uma boa companhia, é interessante começar por esses dois pontos. A estratégia do 4UM Small Caps é voltada para a compra de empresas menores pois estas representam um universo muito mais amplo e diversificado de oportunidades do que as empresas grandes. Além disso, esse universo concentra menos atenção do mercado, o que é condição propícia para encontrar boas barganhas.

A título de informação, hoje em dia temos aproximadamente 280 empresas listadas com um nível razoável de liquidez na B3. Estas empresas, em conjunto, representam R\$ 4,8 trilhões em valor de mercado e R\$ 25 bilhões em volume diário negociado. Ainda assim, percebemos que 80% deste valor agregado é concentrado em menos de 60 empresas.

CARTA AO INVESTIDOR

São as maiores que retêm a atenção, enquanto há mais de 200 empresas listadas, muitas de alta qualidade, que não atraem tanta atenção de analistas, corretoras e investidores. Preferimos buscar oportunidades onde a competição é menor.

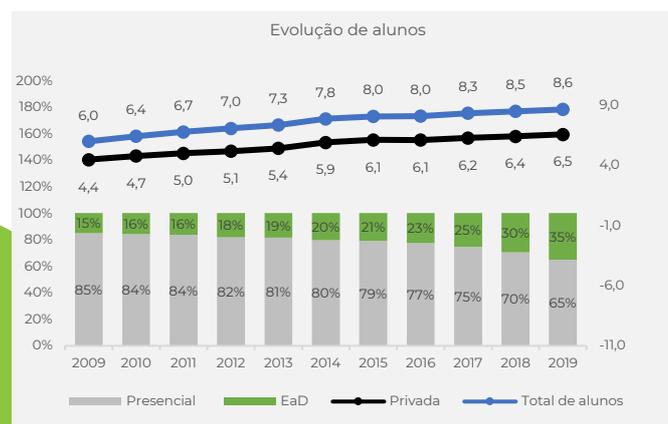
Dentro deste universo, no qual a Cruzeiro do Sul se encaixa, buscamos também empresas inseridas em mercados em expansão.

É muito mais vantajoso empreender em mercados onde a demanda total está aumentando, criando espaço para crescimento, mesmo com concorrência. Quando esse crescimento é esperado para muitos anos à frente, e não apenas por ciclos curtos, melhor ainda.

O setor educacional em especial goza de duas vantagens neste sentido. O primeiro é o tamanho e velocidade de crescimento. A segunda é a resiliência. Damos ênfase ao setor de ensino superior, pois é o foco de atuação da Cruzeiro do Sul.

De 2009 a 2019 o número de alunos matriculados em ensino superior privado no Brasil atingiu 6,5 milhões, um crescimento de quase 50% em dez anos.

Nos anos mais recentes, boa parte dessa expansão foi fruto do amadurecimento regulatório setorial, principalmente sobre o Ensino a Distância (EaD), em conjunto a novos programas federais de incentivo ao ingresso ao ensino superior.



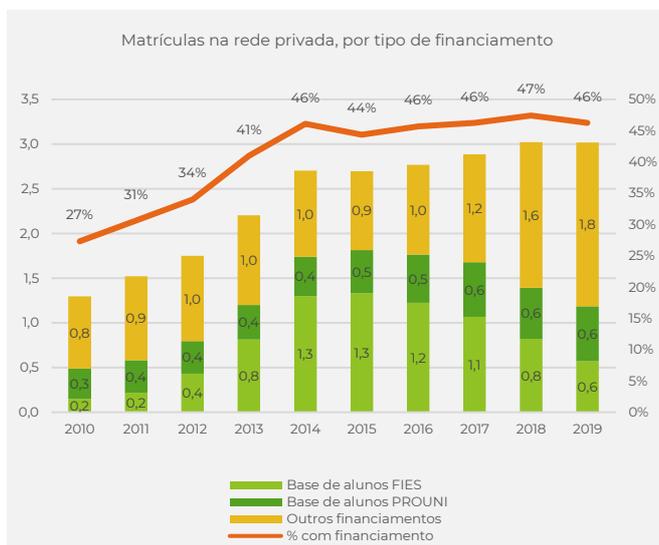
Mesmo assim, o nível de escolarização superior no Brasil ainda está abaixo das nossas próprias metas e da média de outros países.

No Plano Nacional de Educação (PNE), por exemplo, a meta de escolarização no ensino superior, medido como percentual de jovens matriculados entre 18 e 24 anos, é de 33% até 2024. Atualmente este nível está próximo de 18%.

Sob a métrica utilizada internacionalmente pela OCDE, que mede a proporção da população entre 25 e 34 anos que concluiu o ensino superior, o Brasil apresentou 21% frente aos 45% apresentados pela média dos países da OCDE.

Parte relevante do problema está na retenção dos alunos no ensino básico. Mesmo com a obrigatoriedade de escolarização das crianças 4 a 17 anos de idade, o Ministério da Educação estima que pelo menos 20% da população entre 18 e 24 anos não concluiu o ensino médio.

Diante deste cenário, o Governo Federal procurou desenvolver projetos de democratização do acesso à educação superior via parcerias com o setor privado. Os mais notáveis são o programa de financiamento FIES e o de distribuição de bolsas PROUNI, que juntos englobavam em 2019 cerca de 1,2 milhões de alunos.

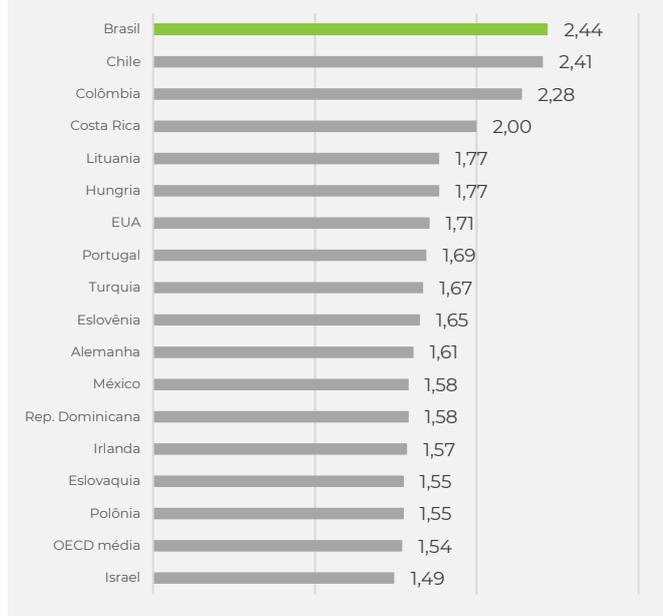


CARTA AO INVESTIDOR

A segunda vantagem do setor é sua relevância na ordem de prioridades orçamentárias da população brasileira.

Frente a mercados internacionais, apresentamos uma das maiores disparidades salariais entre profissionais com ensino superior e profissionais com somente ensino médio completo. Na média, controlando por outros fatores, o salário de um indivíduo com ensino superior é de 2,4 vezes o daquele com apenas o nível médio de escolaridade. Para comparação, a média apresentada pelos países da OCDE é de 1,5x.

Salário médio do profissional com ensino superior X Profissional com ensino médio



Fonte: OCDE

Além do ganho expressivo de renda, também existe uma clara diferença entre as taxas de desemprego dos diferentes níveis de escolaridade, conforme podemos observar no gráfico abaixo, publicado no Censo da Educação Superior realizado pelo MEC.

Percentual da População que Trabalha x Escolaridade



Fonte: MEC – Censo da Educação Superior, 4UM

Estes benefícios claramente sustentam a prioridade que o brasileiro atribui à Educação. Segundo pesquisas encomendadas pelo IESS/IBOPE, Educação ostenta a liderança como bem de consumo de maior desejo dentre os brasileiros por três edições seguidas da pesquisa (2015, 2017 e 2019), à frente da casa própria e seguro de saúde privado.

Com o passar do tempo, os programas de incentivo do governo se tornaram relevantes para a dinâmica do mercado de Educação Superior no Brasil. Percebemos três marcos relevantes na última década que acabaram moldando o mercado atual.

No primeiro, desde a criação do FIES até seu ápice, entre 1999 e 2015, vimos uma demanda que foi inflada artificialmente. O amplo acesso ao FIES, alinhado a uma percepção de baixo risco de inadimplência, dado o suporte do governo, levou instituições a inflarem seus preços e se alavancaram sobre uma demanda que não seria sustentável a longo prazo.

CARTA AO INVESTIDOR

O segundo marco ocorreu em 2015, quando o governo foi obrigado a impor algumas restrições ao acesso ao FIES. Muitas instituições, especialmente as dedicadas a “massificação” do ensino, se viram demasiadamente alavancadas e dependentes do programa, sendo obrigadas a substituir a disponibilidade de crédito com recursos próprios. O risco de crédito se materializou, e grande parte da receita reconhecida na época não foi convertida em caixa.

No terceiro e atual período, a partir de 2018, notamos um amadurecimento do mercado. As companhias listadas que antes se alavancaram sobre a educação presencial de massa, com volumes inflados pelo programa FIES, buscaram maior exposição a segmentos com maior previsibilidade e qualidade de crédito, como o Ensino Presencial Premium e Medicina.

A evolução do Ensino a Distância também marca este período. O MEC flexibilizou as exigências para abertura de polos EAD, e passou a aceitar até 40% da carga horária da grade curricular de cursos presenciais sendo ministradas à distância. As instituições fizeram significativos investimentos no desenvolvimento de tecnologias e conteúdo proprietário, aproveitando do poder de escala que o EaD traz, com custos variáveis muito baixos, maiores margens e grande flexibilidade, ao contrário do segmento presencial.

Em nossa visão, os três principais diferenciais que determinarão o sucesso nos próximos anos entre empresas do setor são: i) O poder de precificação e repasse de inflação, conquistado através de marcas reconhecidas e alto nível de qualidade dos cursos. Este poder fornece proteção contra novos entrantes e resiliência das receitas, mesmo em momentos de crise. Os cursos com ticket elevado, ao contrário dos cursos “massificados”, são especialmente beneficiados neste quesito; ii) Plataformas digitais de Ensino a Distância bem consolidadas, com conteúdo proprietário já

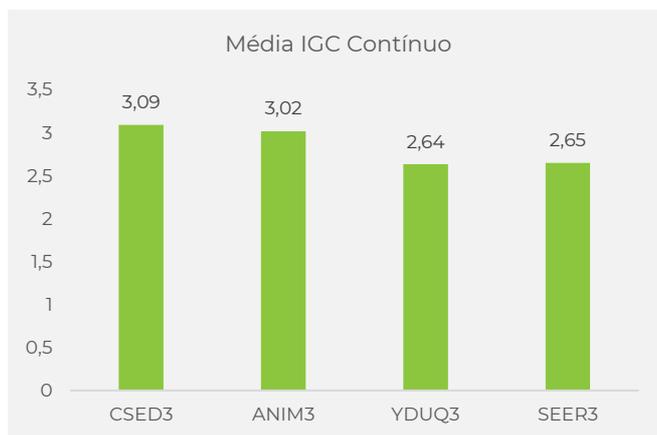
desenvolvido e capacidade de investimento em melhorias contínuas que permitirão às companhias aproveitar o crescimento exponencial desta categoria; iii) Baixa dependência de financiamentos.

Vemos a Cruzeiro do Sul com vantagens em todos estes quesitos.

Quanto ao segmento presencial, 36% da base de alunos e 72% da receita da companhia, a estratégia é pautada na exposição a marcas e instituições líderes em suas respectivas praças, com valor de diploma e histórico reconhecidos entre estudantes e empregadores da região.

Para tal, a Cruzeiro do Sul adquire companhias com longo histórico de operações, fato observado pela idade média de suas instituições, que hoje se aproxima de 42 anos. Além disso, dentre suas marcas presenciais, todas estão posicionadas ao menos entre os dois primeiros nomes em participação de mercado por número de alunos de suas respectivas regiões.

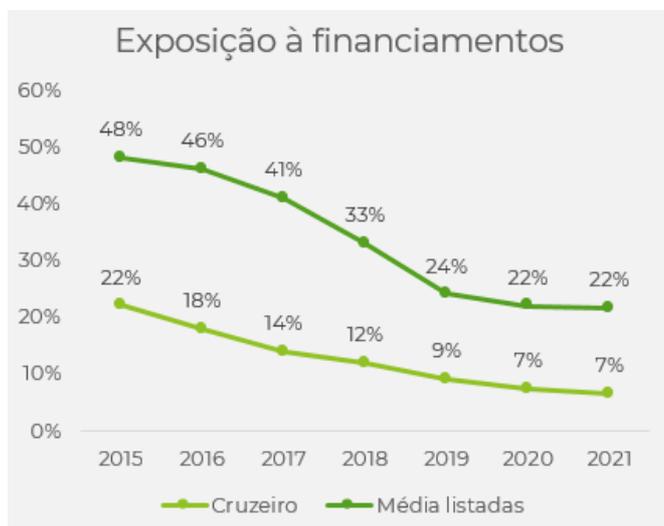
Complementarmente, o grupo Cruzeiro do Sul apresenta a maior média do indicador IGC Contínuo (Métrica calculada pelo INEP como avaliação qualitativa das instituições) dentre as companhias listadas na bolsa, índice que comprova a busca pela exposição do grupo a operações de maior qualidade de ensino.



Fonte: MEC, 4UM.

CARTA AO INVESTIDOR

Todos estes fatores, em congruência, expõem o grupo a uma base de alunos presenciais de ticket médio alto e com menor dependência de financiamentos estudantis. Como resultado deste foco, além da baixa canibalização vista com o crescimento do segmento EAD, dada a proposta de valor e ticket diferenciados, a Cruzeiro do Sul apresenta números operacionais consideravelmente mais saudáveis frente às operações de outras companhias comparáveis.



Fonte: Cruzeiro do Sul, 4UM.

Também de maneira relevante, a Cruzeiro do Sul possui extenso histórico de expansão inorgânica, tendo como foco adquirir operações com relevante poder de marca, extenso histórico operacional e qualidade de ensino reconhecida. Após as aquisições, o grupo busca agregar às novas operações adquiridas via expansão de portfólio de cursos, novos campus em regiões de influência próximas e implantação da nova carga horária de ensino presencial com capacidade de até 40% do currículo ofertado via ensino digital.

No segmento EAD, 63% da base de alunos e 28% da receita, o jogo é outro. Focado em escalabilidade e produção de conteúdo proprietário, o segmento é caracterizado pela expansão acelerada de polos e política agressiva de preços para captação de calouros. Dentre essas dinâmicas o grupo ostenta a sexta posição sobre a ótica do

número de alunos EAD entre as instituições de ensino em âmbito nacional, terceira colocada em número de polos e alcançou a segunda posição na abertura de polos entre 2016-2020 com 1.004 polos abertos, atrás somente da listada YDUQS com 1.016 polos abertos. Dentro do segmento o grupo utiliza como marca de combate a “Cruzeiro do Sul Virtual” em praças mais competitivas, porém quando oportuno utilizam o poder de marca de suas instituições presenciais fortes na região, inaugurando novos polos sobre a bandeira das próprias instituições, esta estratégia possibilita a precificação de tickets e valor percebido superiores. O segmento é uma ótima adição à receita total da companhia dado o acelerado crescimento na base de alunos e margens superiores ao segmento presencial tendo em vista a escalabilidade e maior controle de custos da modalidade.

Com mudanças cada vez mais rápidas no ambiente de negócios, e até mesmo em arcabouços regulatórios como o processo descrito acima, a capacidade de adaptar os modelos de negócios é mais importante do que a capacidade de elaborar planos sólidos de longo prazo. Ninguém é capaz de prever o futuro, e a adaptabilidade é uma das mais importantes habilidades dos gestores de empresas.

Esta qualidade que buscamos em empresas investidas é de difícil mensuração, sendo evidenciada apenas pelo histórico de tomadas de decisão da gestão da companhia. Quanto maior o histórico, mais fácil identificar esta capacidade do corpo executivo. Adaptabilidade é uma habilidade conquistada com experiência, estruturas decisórias saudáveis e profundo conhecimento dos alicerces de cada indústria.

No caso da Cruzeiro do Sul, temos uma combinação importante destes fatores.

Fundado em 1965 por um grupo de professores inicialmente como Colégio Cruzeiro do Sul, a instituição educacional

CARTA AO INVESTIDOR

durante suas primeiras décadas expandiu as operações principalmente de maneira orgânica e posteriormente adentrando ao segmento de ensino superior e consolidando a marca Cruzeiro do Sul no estado de São Paulo.

Entre 2007 e 2021 a companhia manteve um intenso pipeline de aquisições guiado pelos dois únicos professores sócios-fundadores restantes na instituição, Hermes Figueiredo e Gilberto Padovese, em conjunto com seus respectivos filhos Fabio Figueiredo e Renato Padovese.

Durante esse período a companhia apresentou melhoria de resultados operacionais com evolução simultânea nos indicadores qualitativos avaliados pelo MEC em todas suas mais de 12 aquisições. Também durante o período o grupo educacional apresentou expressiva disciplina quanto a utilização de capital para expansão com apenas uma única injeção de capital de R\$ 150 milhões via entrada ao quadro acionário do fundo de *private equity* Actis, posição posteriormente vendida ao fundo de *private equity* GIC, atual acionista majoritário do grupo e participante do bloco controlador em conjunto às famílias herdeiras de ambos sócios-fundadores Figueiredo e Padovese.

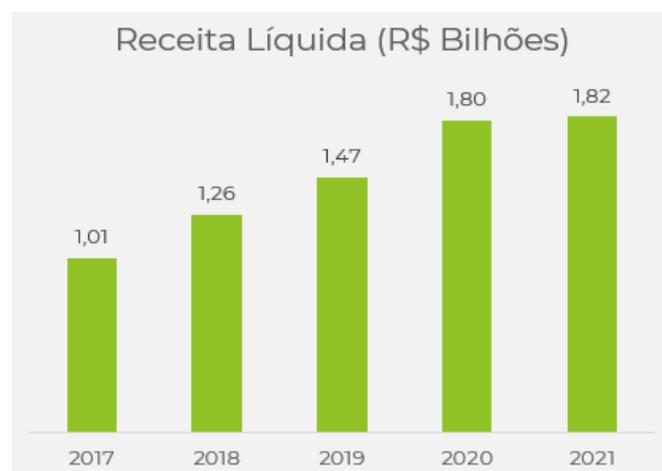
Atualmente o conselho é dividido entre dois representantes para cada parte do bloco controlador, em conjunto a três conselheiros independentes de mercado com os mais variados currículos dentro e fora dos conhecimentos setoriais. Acreditamos que a heterogeneidade dos históricos e currículos a frente das operações em conjunto à ativa posição via conselho dos ex-executivos e herdeiros Fabio Figueiredo e Renato Padovese, ambos com extenso histórico de atuação.

Finalmente, é importante lembrar que buscamos alternativas de investimento interessantes, e não apenas casos de negócios interessantes. Queremos gerar retornos financeiros extraordinários para

cada unidade de capital empregado pelos fundos. Isto significa que rentabilidade e geração de caixa são imprescindíveis.

Em 2021, a Cruzeiro do Sul apresentou uma geração de caixa das atividades operacionais de R\$ 465 milhões, que mesmo descontando os R\$ 90 milhões gastos com investimentos, significa uma geração de caixa de R\$ 350 milhões.

A receita líquida do grupo Cruzeiro do Sul atingiu R\$ 1.820 milhões, uma estabilidade comparada a 2020 mas que, nos últimos quatro anos, cresceu a uma média de 16% ao ano.



Fonte: Economatica, Cruzeiro do Sul, 4UM.

Se por um lado o faturamento se manteve estável, por outro lado o Resultado Operacional (EBIT) cresceu quase 80% no último ano, superando os níveis pré pandemia. Este crescimento foi causado principalmente por: (i) incremento das receitas oriundas da graduação EAD, com aumento no número de alunos; (ii) redução nas despesas com pessoal; e (iii) redução na provisão para devedores duvidosos (PDD).

CARTA AO INVESTIDOR



Fonte: Economatica, Cruzeiro do Sul, 4UM.

Vale ressaltar que devido a Cruzeiro do Sul apresentar uma menor exposição a alunos dependentes de financiamento (6,6% da base vs. 22% na média das concorrentes listadas), a necessidade de provisão para devedores duvidosos é consideravelmente menor. Por consequência, quanto menor a base de alunos potencialmente inadimplentes, maior será a conversão das receitas reconhecidas em geração de caixa da companhia.

Outro benefício da menor exposição a financiamentos pode ser observado no ciclo de caixa do grupo, o mais enxuto dentre as comparáveis do setor. O prazo médio para conversão de caixa atingiu 18 dias, muito abaixo dos pares como ANIMA (30 dias) e Ser Educacional (79 dias).

A companhia hoje é negociada a R\$ 1,6 bilhões na B3, aquém do que julgamos justo. Esperamos uma geração de caixa ao redor de R\$ 300 milhões ao ano nos próximos anos, com um crescimento consistente de receita e vantagens perante a concorrência.

Acreditamos também que a Cruzeiro do Sul é a única empresa do setor com um nível de capitalização adequado para aproveitar possíveis aquisições, pois mantém quase R\$ 1 bilhão em caixa, que equivale ao seu endividamento total de curto e longo prazo.

ADMINISTRAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO

4UM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CNPJ: 76.621.457/0001-85
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

GESTÃO

4UM Gestão de Recursos Ltda.
CNPJ: 03.983.856/0001-12
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Principais fatores de risco: Risco de Crédito, caracterizado pela possibilidade de que os emissores de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO ou as contrapartes do FUNDO nas operações realizadas com seus títulos e valores mobiliários não cumpram suas obrigações; Risco de Mercado, caracterizado pela possibilidade de variação do preço ou rendimento dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, em função de alterações nos fatores de mercado que os determinam; Risco de Liquidez, caracterizado pela possibilidade de haver pouca ou nenhuma demanda pelos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO nos mercados em que são negociados, devido a condições específicas desses títulos e valores mobiliários ou dos mercados em que são negociados. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

Signatory of:



4um.com.br



4um-investimentos