Desempenho é ofuscado por Editoras e Alunos

Small Caps – Educação
14 de novembro de 2013

Mário Bernardes Junior, CNPI
mariobj@bb.com.br

O resultado da Abril Educação no terceiro trimestre deste ano foi fraco e aquém do esperado, ao considerarmos os evidentes impactos provocados pela: (a) retração na quantidade de alunos em Sistemas de Ensino público; (b) forte queda no negócio de Editoras; (c) perda de eficiência pelo aumento expressivo nas despesas operacionais; e (d) expansão em nível dobrado nas despesas financeiras. Com isso, a margem Ebitda sofreu queda de 100 bps e a margem líquida despencou 800 bps no período.

Ressaltamos como ponto positivo, a boa redução de custos, que contribuiu para o crescimento de 800 bps na margem bruta, como consequência do não reconhecimento de custos relativos ao PNLD 2014. Outro dado que merece destaque é a evolução robusta na rentabilidade dos segmentos de Produtos e Serviços Complementares e o de Escolas e Cursos Preparatórios.

Enfatizamos que o mais nos preocupa é o ritmo lento no crescimento do número de alunos, tanto em Escolas como no segmento de Sistemas de Ensino, que foi um dos principais responsáveis pelo resultado aquém do desejável para a capacidade da companhia. Com isso, esperamos que os próximos trimestres apresentem números e rentabilidade abaixo do esperado incialmente para a empresa. Neste sentido, estamos revisando nossas expectativas para a ABRE11, alterando o *target-price* para R$ 40,00 (R$ 45,00 anteriormente) e o *rating* para *Market Perform*.

Perspectivas e principais riscos para o médio e longo prazo. Nossa perspectiva para a companhia no longo prazo ainda são positivas, tendo em vista que a demanda no setor com um todo continua aquecida e pelo lado dos preços, a Abril Educação vem repassando a alta dos custos para as mensalidades e materiais. Por outro lado, acreditamos que no curto e médio prazo, capturar as sinergias das recentes aquisições, principalmente a do Wise-Up, que em nossa visão tende a ser a mais intensa no sentido de integração entre escola e a cultura da companhia poderá ser um árduo desafio para a empresa.

Os principais riscos para o futuro da companhia, em nossa visão, ficam por conta de: (a) o efetivo ganho de sinergia nas aquisições, de forma a não gerar pressão no caixa; (b) o crescimento no número de alunos se manter em ritmo moderado; e (c) uma possível desaceleração econômica, que poderia impactar o segmento de Idiomas e Produtos Complementares.

SEGMENTOS DE NEGÓCIOS

Editoras. A receita deste segmento de negócio, no 3T13, foi de R$ 16,6 milhões, uma queda de 58% A/A, como consequência da receita de PNLD 2014 não reconhecida no período, diferentemente do 3T12 quando fora reconhecida. **Sistemas de ensino.** Em valores consolidados, a receita totalizou R$ 59,2 milhões no terceiro trimestre (+8% A/A). **Escolas e Cursos Preparatórios.** A receita, nessa linha de negócio, alcançou R$ 59,3 milhões no 3T13, +35% em relação ao mesmo período de 2012, tendo importante contribuição de R$ 5,9 milhões do Colégio Motivo. **Produtos e Serviços Complementares.** A receita deste segmento disparou 198% A/A, chegando a R$ 6,1 milhões, influenciada pelo Alfacon que foi responsável por 59% da receita total desta linha. **Idiomas.** A receita deste segmento ficou em R$ 39,9 milhões, sendo grande parte oriunda do Grupo Ometz (Wise Up e You Move).

R$ Mil	3T13	T/T	A/A	9M13	A/A
Receita Líquida	178.398	8,3%	29,3%	567.962	16,1%
Lucro Bruto	134.916	17,7%	44,8%	413.221	29,2%
Margem Bruta (%)	75,6%	6,0 p.p.	8,1 p.p.	72,8%	7,4 p.p.
EBITDA	24.900	-1,6%	19,7%	134.800	-4,3%
Margem EBITDA(%)	14,0%	13,5 p.p.	-1,1 p.p.	23,7%	-5,1 p.p.
Lucro Líquido	-13.564	65,9%	-210,5%	15.566	-50,1%
Margem Líquida (%)	-7,6%	-2,6 p.p.	-16,5 p.p.	2,7%	-3,6 p.p.

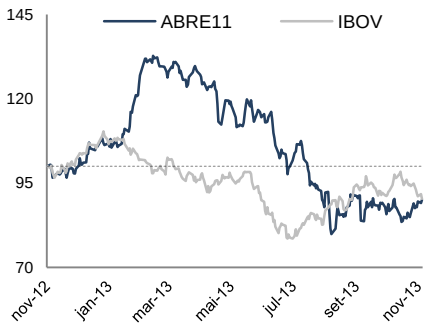
Fonte: Abril Educação e BB Investimentos

ABRE11	*Market Perform*
Preço em 13/11/2013 (R$)	32,90
Preço para 12/2014 (R$)	40,00
Upside	22%
Market Cap (R$ milhões)	2.865
Variação 1 mês	-0,2%
Variação 12 meses	-9,3%
Variação 2013	-17,2%
Mín. 52 sem.	29,00
Máx. 52 sem.	59,01

Valuation	
Valor da Firma 2014E (mm)	3.815,0
Dívida Líquida 2014E (mm)	327,0
Valor para Acionistas 2014E (mm)	3.488
Quantidade de ações (mm)	87.086
WACC	9,2%
Crescimento na perpetuidade	3,0%

Múltiplos

	2012	2013E	2014E
EV/EBITDA	6,5	5,6	4,9
P/L	78,1	14,6	12,5
LPA (R$)	0,1	0,6	0,7



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analista	Itens		
	3	4	5
Mário Bernardes Junior			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes — pesquisa@bb.com.br

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento — pesquisa@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra — nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Bancos e Serviços Financeiros
Nataniel Cezimbra — nataniel.cezembra@bb.com.br
Carlos Daltozo — daltozo@bb.com.br

Commodities
Carolina Flesch — carolinaflesch@bb.com.br
Victor Penna — victor.penna@bb.com.br
Marcio Montes — mcmontes@bb.com.br

Consumo
Nataniel Cezimbra — nataniel.cezimbra@bb.com.br
Maria Paula Cantusio — paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário
Wesley Bernabé — wesley.bernabe@bb.com.br

Indústrias, Transportes e Small Caps
Mário Bernardes Junior — mariobj@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões
Renato Hallgren — renatoh@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado
Hamilton Moreira Alves — hmoreira@bb.com.br
André Ferreira — andre.ferreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado — bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Luciana de Carvalho
Paulo Arruda
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária
Wagner Silveira Neustaedter

Varejo — acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel

Distribuição e varejo
Mário Francisco D'Amico
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director
Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director
Renato Bezerra +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading
Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales
Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales
Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading
Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research
Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products
Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Rubens Cardoso +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity
Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income
Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM
Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate
Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales
Matuya Brand +1 (646) 845-3716
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director
Rodrigo Afonso +65 6420-6570

Institutional Sales
José Carlos Reis +65 6420-6570
Paco Zayco +65 6420-6572

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI
Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355