Grandes desafios na busca por resultados melhores

Small Caps – Educação

11 de novembro de 2014

Gabriela Cortez, CNPI
gabrielaecortez@bb.com.br

Mario Bernardes Júnior, CNPI
mariobj@bb.com.br

Consideramos o resultado da Abril Educação negativo no 3T14. Houve compressão de margens demonstrando uma menor eficiência da companhia. A margem bruta caiu 8,3 p.p. (67,4%) ao passo que a margem EBITDA ficou em 12% (-1,9 p.p.).

A receita líquida alcançou R$ 210,6 milhões, um acréscimo de 18% A/A, influenciado principalmente pela consolidação das operações do Colégio Sigma. Excluído este efeito, o crescimento orgânico foi de 7% A/A. No acumulado do período (9M14), o aumento foi de 34% A/A, chegando a R$ 753,8 milhões, agregando os resultados das aquisições do Grupo Ometz, Colégio Sigma e Colégio Motivo.

Apesar do aumento de receita, o prejuízo líquido do período foi de R$ 18,7 milhões, afetado por uma alta no CMV de 58%, em decorrência (a) do reconhecimento de custos de divulgação do PNLD 2015, sem a contrapartida da receita; e (b) da aquisição do Colégio Sigma.

Destacamos para o 3T14, a entrada da Abril Educação no Novo Mercado da BM&FBovespa, que passa agora a operar com *ticker* ABRE3. Adicionalmente, Marcelo Bruzzi e Durval Antunes Filho foram contratados para os cargos, respectivamente, de VP de Idiomas e VP de Operações Acadêmicas, ficando responsáveis, inclusive, pelas atividades do Grupo Ometz.

Sistemas de Ensino é o destaque positivo. A captação de alunos continua forte no segmento, com aumento de 52% (A/A), somando 865 mil alunos. O Sistema de Ensino tradicionais (Anglo, pH, SER, GEO, Maxi e Farias Brito) reportou crescimento de 14%, totalizando 635 mil alunos. Ênfase também para o Sistema de Ensino Técnico ETB, que, influenciado pelo Pronatec, somou 183 mil alunos. Ademais, outros 42 mil alunos foram adicionados via O Líder em Mim (OLEM) em função de novos contratos com a rede pública. A receita líquida do segmento foi de R$ 75,9 milhões (+31% A/A), com lucro líquido de R$ 35,6 milhões (+18% A/A).

Atrasos no PNLD 2015 afetam resultado de Editoras. Os custos e despesas do 3T14 foram reportados considerando gastos de divulgação do PNLD 2015, porém sem a contrapartida das receitas advindas da operação. O resultado foi um prejuízo operacional de R$ 35,7 milhões, 33% acima do mesmo período.

Escolas e Cursos Preparatórios com bom crescimento de receita. Houve um aumento de 34% na receita líquida do setor, chegando a R$ 79,7 milhões, ante R$ 59,5 milhões no 3T13, influenciado pela compra do Colégio Sigma. Mesmo assim, o lucro líquido ficou estável em R$ 17,6 milhões, devido (a) ao aumento das despesas e custos referentes ao Colégio Sigma e (b) à separação dos valores de material didático das mensalidades do Cursinho Anglo.

Idiomas (Grupo Ometz) com nova gestão. O desafio das operações do Grupo Ometz (*Wise Up, Wise Up Teens, You Move* e *You Move Teens*) é grande. Recém-adquirido, o segmento de idiomas contou com 86,6 mil alunos matriculados em 401 unidades, sendo 14,8 mil pela *Red Balloon* (+9% A/A) e 71,8 mil pelo Grupo Ometz (3% A/A). A Receita líquida consolidada para os 9M14 chegou a R$ 134,7 milhões (78% acima do 9M13).

R$ Mil	3T14	T/T	A/A	9M14	A/A
Receita Líquida	210.594	0,6%	18,0%	753.718	32,7%
Lucro Bruto	141.870	-2,4%	5,2%	548.812	32,8%
Margem Bruta (%)	67,4%	-2,0 p.p.	-8,3 p.p.	72,8%	0,1 p.p.
EBITDA	25.300	-10,9%	1,6%	365.900	29,3%
Margem EBITDA(%)	12,0%	-1,5 p.p.	-1,9 p.p.	48,5%	-1,3 p.p.
Lucro Líquido	-17.023	-54,0%	25,5%	2.499	-83,9%
Margem Líquida (%)	-8,1%	9,6 p.p.	-0,5 p.p.	0,3%	-2,4 p.p.

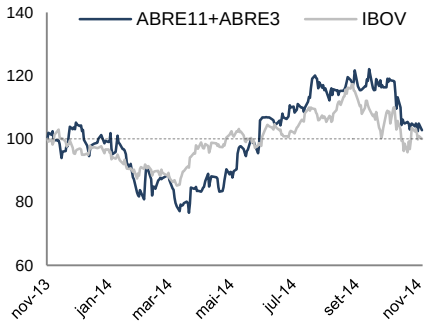
Fonte: Abril Educação e BB Investimentos

ABRE3	***Market Perform***
Preço em 10/11/2014 (R$)	11,2
Preço para 12/2015 (R$)	12,4
Upside	10,0%
Market Cap (R$ milhões)	2.927
Variação 1 mês	-13,4%
Variação 12 meses	0,8%
Variação 2014	1,5%
Mín. 52 sem.	8,3
Máx. 52 sem.	13,5

Valuation *(R$ milhões)*	
Valor da Firma 2015E	3.809
Dívida Líquida 2015E	561
Valor para os Acionistas 2015E	3.248
Quantidade de ações	261
WACC	11,1%
Crescimento na perpetuidade	5%

Múltiplos

	2013	2014E	2015E
EV/EBITDA	11,2	13,7	8,5
P/L	12,4	51,0	21,5
LPA (R$)	0,9	0,2	0,5



Fonte: Economática e BB Investimentos

Perspectivas de longo prazo. Consideramos o momento sensível para a companhia. Não obstante os esforços e o crescimento da receita, a empresa ainda não conseguiu extrair os ganhos de sinergia das aquisições efetuadas. O segmento de Editoras vem apresentando resultados negativos, também influenciados pelo segmento privado. Para o 4T14, já foi anunciada a venda de 32 milhões de livros pelo PNLD 2015, o que resultará em uma receita de R$ 245 milhões, pouco abaixo dos níveis históricos. Com relação às demais linhas de negócios da Abril, acreditamos haver boas perspectivas, principalmente em Sistemas de Ensino e Escolas e Cursos Preparatórios, desde que a empresa tenha sucesso na consolidação destas aquisições. Optamos por manter as ações da empresa em *Market Perform*, conforme v*aluation* a seguir.

Valuation

O *valuation* da empresa foi baseado no método do fluxo de caixa descontado em valores nominais. O período analisado foi de 10 anos, com uma taxa de crescimento na perpetuidade de 5% e WACC de 11,9% (beta de 0,9, taxa livre de risco de 7,9% e prêmio de mercado de 4,6%). Nosso *target price* YE2015 é de R$ 12,3, representando uma possibilidade de 9% de *upside* frente ao fechamento de 10/11/2014. A nossa recomendação é de *Market Perform.*

Em nosso modelo, consideramos a projeção da receita baseada (a) na evolução da população total; (b) projeção do PIB e (c) na evolução de matriculados na educação básica. Além disso, ponderamos ajustes do tíquete médio das operações pela inflação projetada.

O ano corrente foi cheio de desafios, com aquisições de empresas em diferentes linhas de negócios, entrada da companhia no Novo Mercado e mudanças no Conselho de Administração (CA), com a renúncia de dois membros em novembro, que haviam sido eleitos em agosto do mesmo ano. Mesmo com as turbulências, a Abril conseguiu manter resultado positivo no acumulado do ano (9M14), com lucro líquido de R$ 2,5 milhões. Ainda assim, acreditamos que a companhia terá um 2015 desafiador, levando em conta a dificuldade da mesma em manter suas margens em patamares satisfatórios.

Dentre os riscos observados no segmento atuante da empresa, destacamos (a) arrefecimento da economia, tendo em vista que o setor é influenciado pelo crescimento do PIB e poder aquisitivo da população; (b) acirramento da concorrência, considerando que o setor conta com *players* fortes e ainda é bastante pulverizado; (c) a eficiência em consolidar as operações adquiridas, principalmente o setor de Idiomas, devido à importância destas aquisições para os resultados futuros da Abril; (d) alterações nos programas governamentais, como PNLD, que podem afetar adversamente as operações da companhia e (e) aumento do endividamento em níveis aquém do esperado, podendo influenciar negativamente seu resultado futuro.

Reforçamos as vantagens competitivas da empresa, corroborando nossa tese de investimento, baseadas em (a) portfólio de marcas fortes e nacionalmente reconhecidas (Anglo, Editora Scipione, Red Balloon, etc); (b) abrangência nacional; (c) diversificação em linhas de negócios estratégicas e (d) Negócios interligados com possibilidade de *cross-selling*.

Índices Econômicos (R$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida Projetada	1.036.492	1.178.956	1.331.216	1.396.386
Lucro Bruto	710.933	878.322	1.011.725	1.061.254
EBIT	206.958	148.102	300.566	357.482
EBITDA	311.858	255.496	410.610	470.307
Lucro Líquido	78.885	56.771	133.446	164.731
Dívida Bruta	1.252.264	886.358	1.046.358	1.206.358
Dívida Líquida	891.519	662.616	561.411	418.608
Margem Bruta (%)	68,6%	74,5%	76,0%	76,0%
Margem EBITDA (%)	30,1%	21,7%	30,8%	33,7%
Margem Líquida (%)	7,6%	4,9%	10,3%	11,9%

DRE Projetada (R$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	1.036.492	1.178.956	1.331.216	1.396.386
CPV	325.559	300.634	319.492	335.133
Lucro Bruto	710.933	878.322	1.011.725	1.061.254
Despesas Operacionais	-503.975	-730.221	-711.159	-703.772
EBIT	206.958	148.102	300.566	357.482
Resultado Financeiro	-61.697	-60.958	-93.758	-106.762
EBT	145.261	87.144	206.808	250.720
IR	66.376	29.629	70.315	85.245
Lucro Líquido	78.885	57.515	136.493	165.475

Balanço Patrimonial Sintético (R$ mil)	2013	2014E	2015E	2015E
ATIVO	3.233.106	3.386.012	3.703.454	4.028.159
Caixa	360.745	191.430	447.730	747.803
Contas a Receber	318.343	360.237	406.761	426.674
Estoque	176.004	493.540	524.499	550.176
Não Circulante	82.844	87.030	90.841	94.636
Permanente	2.235.767	2.176.190	2.146.018	2.116.977
PASSIVO	3.233.106	3.386.012	3.703.454	4.028.159
Circulante	499.044	485.378	580.887	660.291
Exigível longo prazo	1.146.730	1.270.725	1.392.573	1.514.325
Patrimônio Líquido	1.587.332	1.629.910	1.729.994	1.853.543

Fluxo de caixa (R$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
EBIT	206.958	148.102	300.566	357.482
(-) IR & CS	-94.568	-50.355	-102.192	-121.544
NOPAT	112.390	97.747	198.373	235.938
(+) D&A	104.900	107.394	110.045	112.825
(-) Capex	-90.600	-75.158	-79.873	-83.783
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro	-37.542	-381.858	-49.374	-28.303
(=)FCFF	89.148	-251.875	179.171	236.677

Múltiplos	2013	2014E	2015E	2016E
EV / EBITDA	11,2	13,7	8,5	7,4
LPA	0,9	0,2	0,5	0,6
P / E	12,4	51,0	21,5	17,7
P / BV	0,6	1,8	1,7	1,6
ROE	5,0%	3,5%	7,9%	8,9%

Valor Total para a Firma (R$ mil)	3.809
VP do FCFF	1.994
VP do Valor Terminal	1.814
Dívida Líquida	561
Valor para os acionistas	3.248
Número de ações (mil)	261
Valor justo por ação ON	12.4

Premissas do Valuation	
WACC	11,1%
Beta (Alavancado)	0,9
Taxa livre de risco	7,9%
Prêmio de Mercado	4,6%
Risco Brasil	2,0%
Crescimento perpetuidade	5,0%

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.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Gabriela Cortez Mario Bernardes Jr.			

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.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

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

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros
Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo
Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário
Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps
Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Oferta

Agribusiness
Luciana de Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes
mcmontes@bb.com.br

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

Materiais Básicos
Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Petróleo e Gás
Mariana Peringer
marianaperinger@bb.com.br
Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities
Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado
Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz
Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel
Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
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
Selma da Silva — +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
Daniel Alves Maria — +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
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 6420-6577
Director, Head of Sales
José Carlos Reis — +65 6420-6570
Institutional Sales
Paco Zayco — +65 6420-6571
Amelia Khoo — +65 6420-6582

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