

11 de fevereiro de 2022



Educação

Perspectivas para 2022: Educação Presencial ainda Pressionada; Preferimos Ensino à Distância e Cursos de Medicina

Atualizando Recomendações, Preços-Alvo e Estimativas

Educação

**Perspectivas para 2022: Educação Presencial ainda Pressionada;
Preferimos Ensino à Distância e Cursos de Medicina**
Atualizando Recomendações, Preços-Alvo e Estimativas

Caio Moscardini, Artur Alves

Resumo: O ensino superior deve enfrentar um outro ano difícil devido ao fraco cenário macroeconômico brasileiro. A potencial reabertura total das escolas e uma base estudantil com melhor perfil podem compensar parte dessa pressão, mas a base de estudantes presenciais nos câmpus (OC) tende a regredir ainda mais. Como consequência, a seletividade será fundamental e favorecemos empresas com (i) um portfólio resiliente de cursos (incluindo medicina), (ii) exposição ao ensino à distância (EaD) e (iii) um balanço forte. Dessa forma, destacamos a Yduqs como a nossa *Top Pick*, seguida da Cruzeiro do Sul (CSED), Anima Educação (Anima) e SER Educacional (SER), todas com recomendação de "Compra". Contudo, temos uma recomendação de "Manutenção" em Cogna.

O que é novo? Assumimos a cobertura de Yduqs, Anima, SER, e CSED com a recomendação de "Compra". Além disso, temos uma recomendação de "Manutenção" em Cogna. Também introduzimos neste relatório o nosso modelo referente ao setor de educação no Brasil, que fornece algumas visões sobre volumes do setor de ensino pós-secundário, preços e diferentes subsetores, incluindo o de medicina.

Um ano complexo para o ensino presencial superior no Brasil... O cenário macroeconômico mais fraco no Brasil, o qual inclui (i) um baixo crescimento do PIB, (ii) uma alta na taxa de desemprego e (iii) uma alta inflação, poderá trazer desafios para 2022. Do lado positivo, estamos vindo de dois anos muito fracos e as escolas podem reabrir totalmente no 1T22. Dito isto, esperamos que a volta do mercado de ensino presencial ocorrerá sem muitos impasses e que as empresas listadas ganhem ~5 p.p. de *market share*, dado que continuam apresentando recursos que as permitem investir em (i) qualidade, (ii) hibridismo e (iii) *marketing*. Na frente dos preços, vemos boas perspectivas após uma grande racionalização das suas instalações físicas. Além disso, acreditamos que a base restante de estudantes presencial é robusta e poderia registrar uma menor sensibilidade de preços. Em suma, esperamos que os preços das mensalidades dos ensinos presenciais cresçam, em média, metade do crescimento da inflação em 2022, já incluindo um melhor mix.

...medicina e EaD continuam se destacando. Para cursos de medicina, a demanda normalmente supera a oferta, gerando uma dinâmica positiva para todo o segmento: (i) utilização de, praticamente, 100% das suas capacidades, (ii) aumento de preços acima da

inflação e (iii) um forte perfil de margens. Quanto ao EaD, projetamos um crescimento de dois dígitos impulsionado pelos volumes, ao passo que estimamos preços decrescentes ao longo dos próximos anos. Além disso, vemos que os *players* listados se beneficiarão e continuarão ganhando *market share* das pequenas e médias empresas.

Como investir? A seletividade continuará sendo fundamental e gostamos de (i) exposição ao segmento de medicina, (ii) EaD e (iii) empresas de baixa alavancagem. A Yduqs é a nossa *Top Pick* devido (i) ao seu portfólio presencial resiliente, (ii) à sua exposição *premium* (IBMEC e medicina), (iii) ao seu forte balanço, permitindo um maior potencial de M&A, e (iv) à boa liquidez das suas ações, fato particularmente importante durante períodos voláteis. Assim, temos uma recomendação de "Compra" para Yduqs, Anima, SER e CSED, e uma recomendação de "Manutenção" em Cogna, já que a vemos com um segmento presencial fraco.



Anima Educação (ANIM3)

Santander Equity Research

Educação

11 de fevereiro de 2022

**Assumindo a Cobertura com uma Recomendação de “Compra”
Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 20,70 para R\$ 12,00**

Compra

Preço-Alvo: R\$ 12,00

Caio Moscardini, Artur Alves

Tese de Investimento: A Anima vendeu 25% da Inspirali (o *business* de medicina) à DNA Capital por R\$ 1 bilhão em novembro de 2021, o que resolveu as suas preocupações acerca da sua alavancagem no curto prazo. Além disso, a Anima continua prosseguindo com suas iniciativas de desalavancagem, as quais incluem (i) desinvestimentos e (ii) *leasebacks* referentes às vendas de bens imobiliários. Essas iniciativas proporcionam um *upside* para a nossa estimativa de um múltiplo Dívida Líquida/EBITDA em 2,4x (desconsiderando o IFRS 16) para 2022E. Em suma, esperamos que a Anima se concentre (i) na integração dos ativos da Laureate Brasil, (ii) na extração de sinergias e (iii) no plano de expansão da Inspirali. Notamos que o seu LPA para 2022 pode vir a continuar no campo negativo devido a uma maior alavancagem e à taxa de Selic de dois dígitos durante 2022.

Desempenho de Preços (R\$)



Perspectivas para 2022. Prevemos um forte crescimento de receitas para 31% no A/A em 2022, impulsionado por (i) M&As, (ii) uma menor pressão vinda do segmento presencial, e (iii) um amadurecimento dos cursos de medicina. Estimamos que a margem EBITDA ajustada para 2022 caia 170 bps no A/A; notamos que a margem EBITDA ajustada do 3T21 foi superior ao esperado devido ao forte impacto positivo de uma reversão pontual de lucros no período. Esperamos que o seu LPA para 2022 pode continuar no campo negativo devido a uma maior alavancagem e à taxa de Selic de dois dígitos. Ao nosso ver, há catalisadores à frente, incluindo a conclusão das suas iniciativas de desalavancagem, que poderiam desencadear revisões para cima do seu LPA devido a um menor patamar de alavancagem.

Valuation e Recomendação. Estamos assumindo a cobertura da Anima com recomendação de “Compra” e com uma redução do nosso preço-alvo de R\$ 20,70 para R\$ 12,00 em 2022. O nosso preço-alvo se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 15,1% ao longo dos nossos anos projetados (2023-2031E), incluindo 100 bps de desconto de liquidez, um custo de capital próprio de 15,1% e um crescimento perpétuo de 4,0% em termos nominais. Notamos que, excluindo o nosso desconto de liquidez, a nossa estimativa para o fluxo de caixa livre descontado para a firma do preço das suas ações subiria para R\$ 14,00.

O nosso preço-alvo implica uma revisão do múltiplo EV/EBITDA para 8,9x (contra os 7,3x anteriores) em 2022E. Esperamos que a revisão seja impulsionada por (i) uma dinâmica momentânea positiva de lucros, (ii) estruturas de capital melhoradas e (iii) uma maior execução do seu plano de desalavancagem.

Anima Educação

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,422	2,632	3,453	3,701
YoY change (%)	20.4	85.1	31.2	7.2
Gross Profit	737	1,474	1,942	2,127
YoY change (%)	44.5	100.1	31.8	9.5
EBITDA	268	724	980	1,131
YoY change (%)	10.3	170.3	35.4	15.3
As % of Revenue	18.8	27.5	28.4	30.5
Operating Income	118	312	438	590
YoY change (%)	(1.5)	163.6	40.6	34.7
As % of Revenue	8.3	11.8	12.7	15.9
Financial Results	(155)	(407)	(568)	(544)
Taxes	(4)	61	4	(1)
Net Profit	(40)	(26)	(139)	28
YoY change (%)	(319.0)	35.0	(433.4)	n/m
As % of Revenue	(2.8)	(1.0)	(4.0)	0.8
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	88	251	315	321
Other Noncash Items	106	(146)	(91)	(96)
Changes in Working Capital	(187)	(89)	(136)	(13)
Operating Cash Flow	(33)	(10)	(52)	240
Capital Expenditures	(121)	(187)	(242)	(259)
Free Cash Flow	(106)	2,322	(1,061)	(583)
Other Invest./(Divestments)	(1,844)	(2,582)	0	585
Change in Debt	47	2,519	(768)	(563)
Dividends	0	0	0	(7)
Capital Increases/Other	1,931	(2)	1,000	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,278	563	729	366
Current Assets	2,106	1,413	1,762	1,430
Fixed Assets	2,476	8,681	8,607	8,504
Total Assets	4,582	10,094	10,370	9,934
Current Liabilities	441	1,215	1,089	1,126
Long-Term Liabilities	1,615	6,366	5,907	5,413
Shareholders' Equity	2,526	2,514	3,374	3,395
Total Financial Debt	1,603	5,486	4,854	4,373
ST Debt	226	712	539	552
LT Debt	1,377	4,774	4,315	3,821
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	325	4,923	4,125	4,007
Capital Employed	4,130	8,000	8,228	7,768
Net Debt/E BITDA	1.2	6.8	4.2	3.5
Net Debt/E equity	0.1	2.0	1.2	1.2
Capex/Revenue (%)	8.5	7.1	7.0	7.0
Int Cover (%)	9.6	3.4	2.5	3.9
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	(5.0)
ROCE (%)	3.0	3.1	5.3	7.6
ROE (%)	(2.5)	(1.0)	(4.7)	0.8
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	-	-	n/m
P/CE	-	-	-	-
FV/EBITDA	7.2	11.4	7.4	6.3
FV/EBIT	16.3	26.5	16.6	12.1
FV/Revenue	1.4	3.1	2.1	1.9
P/BV	0.6	1.3	0.9	0.9
FCF Yield (%)	(6.6)	69.4	(33.6)	(18.5)
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.2
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(0.30)	(0.07)	(0.35)	0.07
DPS	0	0	0	0.02
BVPS	19.08	6.31	8.47	8.52

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Cogna (COGN3)

Santander Equity Research

Educação

11 de fevereiro de 2022

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 2,80 (2022E)

Caio Moscardini, Artur Alves

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 2,80

Tese de Investimento: A estratégia da Cognia para se tornar uma companhia *asset light* deve continuar dando frutos em 2022. Numa base ajustada (excluindo as escolas K12 em 2021), as receitas deverão aumentar e as margens deverão se expandir. Ao nosso ver, a Kroton (educação superior) continua sendo o principal empecilho para a companhia, dado que a reestruturação do segmento presencial deverá continuar pressionando as receitas em 2022. O novo foco nos cursos de medicina é positivo, mas a Cognia está "atrasada para a festa" e a sua única forma de crescer é por meio de M&As. A alavancagem está sob controle, mas vemos um menor potencial de M&As para a Cognia. No K-12, a Vasta está preparada para proporcionar um crescimento das suas receitas e melhores perspectivas de margem, o que poderia levar a uma revisão dos múltiplos da Cognia.

Perspectivas para 2022: Esperamos que as receitas diminuam 5% no A/A (+5% desconsiderando a SABER) devido a (i) um desempenho ainda fraco no *business* presencial e (ii) desinvestimentos nas escolas K-12. Do lado das margens EBITDA ajustadas, esperamos que a Cognia lide bem com as pressões inflacionárias e expanda as margens ajustadas para 29,7% em 2022. Além disso, prevemos um valor positivo para o seu LPA de R\$ 0,03 em 2022, que deverá continuar melhorando no futuro.

Valuation e Recomendação: Estamos introduzindo o nosso preço-alvo de R\$ 2,80 para o fim de 2022 e uma recomendação de "Manutenção". Utilizamos, para o seu *valuation*, a metodologia de soma das partes (SOTP), com base em múltiplos-alvo EV/EBITDA para os negócios de ensino superior e K-12. Para o ensino superior, utilizamos um EV/EBITDA de 6,0x para 2022E, que está na banda de baixo entre os pares. Para a Vasta, utilizamos um EV/EBITDA de 11,6x para 2022E, com ~20% de desconto em relação à média do Consenso Bloomberg para o principal par Arco Platform.

Desempenho de Preços (R\$)



Cogna

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	5,899	5,209	4,954	5,437
YoY change (%)	(16.1)	(11.7)	(4.9)	9.8
Gross Profit	3,671	3,264	2,839	3,186
YoY change (%)	(13.0)	(11.1)	(13.0)	12.2
EBITDA	(4,012)	1,232	1,373	1,729
YoY change (%)	(265.6)	n/m	11.5	26.0
As % of Revenue	(68.0)	23.6	27.7	31.8
Operating Income	(3,389)	699	317	666
YoY change (%)	(433.2)	n/m	(54.7)	110.4
As % of Revenue	(57.4)	13.4	6.4	12.3
Financial Results	(644)	(592)	(757)	(728)
Taxes	195	112	214	143
Net Profit	(5,806)	(532)	(206)	82
YoY change (%)	(2,568.0)	90.8	61.3	n/m
As % of Revenue	(98.4)	(10.2)	(4.2)	1.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	879	761	727	714
Other Noncash Items	4,175	(153)	(53)	(54)
Changes in Working Capital	(1,006)	(498)	(52)	(18)
Operating Cash Flow	(1,758)	(422)	416	723
Capital Expenditures	(444)	(341)	(324)	(428)
Free Cash Flow	1,155	(1,181)	(1,875)	(177)
Other Invest./(Divestments)	555	(42)	0	0
Change in Debt	(765)	(1,097)	(1,900)	(506)
Dividends	0	0	0	(20)
Capital Increases/Other	2,389	(37)	2,035	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	2,205	1,056	1,216	1,018
Current Assets	6,869	5,595	3,663	3,595
Fixed Assets	23,914	23,124	23,049	23,121
Total Assets	30,784	28,719	26,712	26,716
Current Liabilities	3,772	3,583	2,883	2,866
Long-Term Liabilities	12,727	11,482	10,379	10,341
Shareholders' Equity	14,285	13,655	13,449	13,510
Total Financial Debt	10,254	9,224	7,523	7,336
ST Debt	2,169	2,127	1,528	1,380
LT Debt	8,085	7,098	5,995	5,957
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	8,048	8,168	6,307	6,318
Capital Employed	22,333	21,823	19,756	19,828
Net Debt/E BITDA	(2.0)	6.6	4.6	3.7
Net Debt/E equity	0.6	0.6	0.5	0.5
Capex/Revenue (%)	7.5	6.5	6.5	7.9
Int Cover (%)	(4.3)	1.3	1.2	1.7
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	(9.9)
ROCE (%)	(16.0)	2.7	0.5	2.6
ROE (%)	(38.6)	(3.8)	(1.5)	0.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	-	-	n/m
P/CE	-	-	-	-
FV/EBITDA	-	10.4	7.9	6.2
FV/EBIT	-	18.3	34.1	16.2
FV/Revenue	2.8	2.5	2.2	2.0
P/BV	0.6	0.3	0.3	0.3
FCF Yield (%)	13.7	(25.6)	(41.8)	(4.0)
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(3.11)	(0.28)	(0.11)	0.04
DPS	0	0	0	0.01
BVPS	7.64	7.28	7.17	7.20

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Cruzeiro do Sul (CSED3)

Assumindo a Cobertura com uma Recomendação de "Compra";
Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 10,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 18,50 (2021E)

Caio Moscardini, Artur Alves

Tese de Investimento: A CSED tem o balanço mais forte entre as companhias de ensino superior da nossa cobertura. No nosso entendimento, um outro ano difícil para as empresas de educação poderia levá-las a realizar mais atividades de M&A e a CSED parece estar melhor posicionada para desfrutar dessa dinâmica. Além disso, um posicionamento mais favorável e uma plataforma robusta de EaD poderiam provavelmente ajudar a empresa a enfrentar um cenário mercadológico mais árduo.

Perspectivas para 2022: Projetamos um crescimento das suas receitas orgânicas de 10% A/A, impulsionado por (i) um crescimento da base de estudantes tanto nos segmentos presencial como EaD e (ii) um cenário de preços mais favorável para o segmento presencial. Do lado das margens EBITDA ajustadas, esperamos que a ligeira melhora (para 31,4% em 2022) se baseie principalmente na diluição das suas despesas gerais, com vendas e administrativas (SG&A). Isto, em conjunto a uma posição líquida de caixa, poderia levar a um aumento do seu LPA em 96% A/A em 2022.

Valuation e Recomendação: Estamos assumindo a cobertura da CSED com a recomendação de "Compra" e introduzindo o preço-alvo de R\$ 10,00 para o fim de 2022. O nosso preço-alvo se baseia num fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 15,7% durante os nossos anos já projetados (2023-31E), incluindo 150 bps em desconto de liquidez, um custo de capital próprio de 15,1% e um crescimento perpétuo de 4,0% em termos nominais. Notamos que, excluindo o nosso desconto de liquidez, a nossa estimativa do fluxo de caixa livre descontado para a firma do preço das suas ações subiria para R\$ 11,00.

O nosso preço-alvo implica uma revisão do múltiplo EV/EBITDA para 9,8x (contra os 8,0x anteriores) em 2022. A nossa revisão esperada deverá ser impulsionada por (i) melhores perspectivas de crescimento, (ii) expansão de margens e (iii) um potencial anúncio de M&As, não considerado no nosso cenário base.

Santander Equity Research

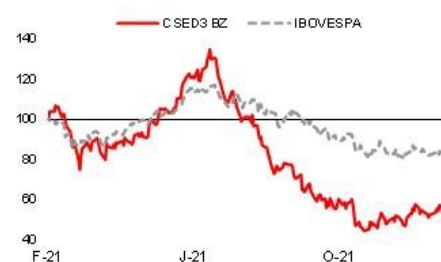
Educação

11 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 10,00

Desempenho de Preços (R\$)



Cruzeiro do Sul

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,801	1,811	1,991	2,131
YoY change (%)	22.2	0.5	9.9	7.1
Gross Profit	863	887	974	1,093
YoY change (%)	34.1	2.8	9.8	12.2
EBITDA	365	505	593	694
YoY change (%)	(8.2)	38.5	17.5	17.1
As % of Revenue	20.2	27.9	29.8	32.6
Operating Income	167	303	385	483
YoY change (%)	(39.0)	81.9	27.0	25.3
As % of Revenue	9.3	16.8	19.4	22.7
Financial Results	(219)	(234)	(225)	(204)
Taxes	8	6	(5)	(9)
Net Profit	(35)	84	165	281
YoY change (%)	(128.8)	n/m	95.6	70.1
As % of Revenue	(1.9)	4.7	8.3	13.2
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	110	91	94	98
Other Noncash Items	140	90	(12)	(31)
Changes in Working Capital	(176)	(91)	(3)	(26)
Operating Cash Flow	40	175	244	323
Capital Expenditures	(376)	(79)	(147)	(169)
Free Cash Flow	(335)	95	96	154
Other Invest./Divestments	-	-	-	-
Change in Debt	483	(379)	(230)	(92)
Dividends	(54)	(72)	(36)	(14)
Capital Increases/Other	0	1,071	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	213	1,028	964	1,115
Current Assets	446	1,252	1,227	1,397
Fixed Assets	3,224	3,515	3,938	4,037
Total Assets	3,671	4,766	5,164	5,434
Current Liabilities	536	523	582	631
Long-Term Liabilities	2,682	2,777	2,991	3,002
Shareholders' Equity	452	1,467	1,591	1,801
Total Financial Debt	2,704	2,756	2,940	2,923
ST Debt	284	249	248	235
LT Debt	2,420	2,507	2,693	2,688
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	2,491	1,728	1,977	1,808
Capital Employed	2,943	3,195	3,568	-
Net Debt/EBITDA	6.8	3.4	3.3	2.6
Net Debt/Equity	5.5	1.2	1.2	1.0
Capex/Revenue (%)	20.9	4.4	7.4	7.9
Int Cover (%)	1.6	1.9	1.5	2.2
Dividend Payout (%)	44.7	(206.5)	42.3	8.2
ROCE (%)	5.4	9.3	10.9	-
ROE (%)	(7.2)	8.8	10.8	16.5
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	34.9	16.9	9.9
P/CE	-	-	39.2	15.3
FV/EBITDA	-	-	-	-
FV/EBIT	-	-	-	-
FV/Revenue	-	-	-	-
P/BV	-	2.0	1.8	1.5
FCF Yield (%)	-	3.2	3.5	5.5
Div Yield (%)	-	2.4	1.3	0.5
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(0.23)	0.22	0.43	0.73
DPS	0.35	0.19	0.09	0.04
BVPS	2.96	3.84	4.17	4.72

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Ser Educacional (SEER3)

Santander Equity Research

Educação

11 de fevereiro de 2022

Assumindo a Cobertura com uma Recomendação de "Compra";

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 14,00 (2022E);

Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 23,30 (2021E)

Compra

Preço-Alvo: R\$ 14,00

Caio Moscardini, Artur Alves

Tese de Investimento: A SER tem um portfólio de cursos *premium* no segmento presencial, com praticamente 70% dos estudantes inscritos em cursos de engenharia ou de saúde. Esperamos que os cursos de engenharia e de saúde sofram menos durante um 2022 provavelmente difícil para o segmento presencial. Além disso, a SER adquiriu boas instituições que estão expostas tanto ao segmento da medicina quanto ao EaD, que deverão ser novamente os principais motores de crescimento em 2022. O balanço da SER continua sendo um dos mais fortes na nossa cobertura e pode apoiar mais as atividades de M&A.

Perspectivas para 2022. Prevemos um forte crescimento de receitas de 22% A/A, impulsionado (i) pela consolidação da Fael no 1T22, (ii) por outras consolidações de M&As de menor porte, (iii) por um EaD ainda forte e (iv) por um melhor cenário de preços no segmento presencial. Do lado das margens EBITDA ajustadas, a nossa projeção mais estável (de 23,7% em 2022E) se baseia em (i) pressões inflacionárias, incluindo faculdades, aluguéis e serviços públicos, (ii) um plano de expansão do segmento presencial e (iii) investimentos no GoKursos. Em 2022, é provável que o seu LPA cresça 15% A/A.

Valuation e Recomendação: Estamos assumindo a cobertura da SER com a recomendação de "Compra" e introduzindo o preço-alvo de R\$ 14,00 para o fim de 2022. O nosso preço-alvo se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 16,2% ao longo dos nossos anos de projeção (2023-2031E), incluindo 150 bps em desconto de liquidez, um custo de capital próprio de 15,7% e um crescimento perpétuo de 4,0% em termos nominais. Observamos que, excluindo o nosso desconto de liquidez, a nossa estimativa de fluxo de caixa livre descontado para a firma do preço das suas ações subiria para R\$ 17,00.

O nosso preço-alvo implica uma revisão no seu múltiplo EV/EBITDA para 6,8x (contra 5,8x anteriores) em 2022. A nossa recomendação de "Compra" se baseia no *valuation* da empresa, dado que vemos as ações da SER como as mais descontadas entre as empresas de educação do Brasil.

Desempenho de Preços (R\$)



Ser Educacional

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,250	1,363	1,669	1,794
YoY change (%)	(2.0)	9.0	22.5	7.5
Gross Profit	670	722	890	974
YoY change (%)	(3.7)	7.9	23.2	9.5
EBITDA	489	369	469	563
YoY change (%)	25.0	(24.5)	27.1	20.1
As % of Revenue	39.1	27.1	28.1	31.4
Operating Income	313	181	247	321
YoY change (%)	20.3	(42.2)	36.8	29.6
As % of Revenue	25.0	13.3	14.8	17.9
Financial Results	(104)	(115)	(163)	(168)
Taxes	(45)	5	(3)	(6)
Net Profit	165	71	81	147
YoY change (%)	21.0	(57.2)	14.6	81.3
As % of Revenue	13.2	5.2	4.8	8.2
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	95	105	143	158
Other Noncash Items	120	18	(55)	(59)
Changes in Working Capital	(234)	(109)	(74)	(29)
Operating Cash Flow	146	84	95	217
Capital Expenditures	(256)	(603)	(185)	(188)
Free Cash Flow	317	(634)	(91)	28
Other Invest./Divestments	90	(16)	0	0
Change in Debt	427	(115)	0	0
Dividends	(26)	(25)	(19)	(89)
Capital Increases/Other	3	8	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	681	114	84	108
Current Assets	1,149	647	729	800
Fixed Assets	1,943	2,582	2,713	2,794
Total Assets	3,091	3,229	3,442	3,594
Current Liabilities	450	609	646	731
Long-Term Liabilities	1,215	1,144	1,263	1,330
Shareholders' Equity	1,426	1,477	1,533	1,533
Total Financial Debt	1,304	1,377	1,489	1,566
ST Debt	216	360	354	363
LT Debt	1,089	1,017	1,135	1,203
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	623	1,263	1,405	1,457
Capital Employed	2,731	2,854	3,023	3,099
Net Debt/E BITDA	1.3	3.4	3.0	2.6
Net Debt/Equity	0.4	0.9	0.9	1.0
Capex/Revenue (%)	20.5	44.3	11.1	10.5
Int Cover (%)	20.1	9.1	6.1	8.0
Dividend Payout (%)	19.4	15.0	26.4	109.8
ROCE (%)	13.1	6.2	8.3	10.5
ROE (%)	12.1	4.9	5.4	9.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	11.5	19.1	16.0	8.8
P/CE	26.9	-	-	-
FV/EBITDA	5.1	7.1	5.8	4.9
FV/EBIT	8.0	14.4	10.9	8.6
FV/Revenue	2.0	1.9	1.6	1.5
P/BV	1.3	0.9	0.8	0.8
FCF Yield (%)	16.8	(46.9)	(7.0)	2.2
Div Yield (%)	1.4	1.8	1.4	6.9
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.28	0.55	0.63	1.14
DPS	0.37	0.16	0.19	1.14
BVPS	11.08	11.47	11.91	11.91

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Yduqs (YDUQ3)

**Assumindo a Cobertura com uma Recomendação de "Compra";
Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 31,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 45,70 (2021E)**

Caio Moscardini, Artur Alves

Tese de Investimento: A Yduqs é a nossa *Top Pick* no segmento de ensino superior no Brasil. Ao nosso ver, a empresa oferece a melhor exposição ao setor devido (i) a uma carteira resiliente no segmento presencial (cursos de engenharia, medicina, direito e saúde), (ii) a negócios *premium*, incluindo o Ibmecc e a faculdade de medicina, (iii) a possuir uma das melhores plataformas de EaD e (iv) ao seu balanço sólido. Além disso, a sua recente alocação de capital foi bem executada e colocou a empresa numa posição que a permite (i) realizar M&As ou (ii) recomprar suas ações. Neste momento, apesar dos preços das suas ações estarem descontados, acreditamos que a Yduqs irá tirar vantagem de um mercado fragilizado e consolidará ainda mais o segmento.

Perspectivas para 2022. Esperamos um crescimento orgânico de 9% nas suas receitas A/A, impulsionado (i) pela sua divisão de medicina estar aumentando a sua base estudantil e as suas mensalidades e (ii) pelo segmento EaD estar registando um aumento sólido na sua base estudantil. Do lado das margens EBITDA ajustadas, prevemos uma melhoria de 100 bps para 31,8% em 2022, baseado em (i) diluição dos seus gastos gerais e administrativos, (ii) um *marketing* mais eficiente e (iii) uma melhoria dos custos das faculdades. No total, estimamos um aumento de LPA em 36% A/A em 2022.

Valuation e Recomendação: Estamos assumindo a cobertura da Yduqs com a recomendação de "Compra" e a introduzindo o preço-alvo de R\$ 31,00 para o fim de 2022. O nosso preço-alvo se baseia na metodologia de fluxo de caixa livre descontado para a firma, assumindo um WACC médio de 14,1% ao longo dos nossos anos projetados (2023-31E), com um custo de capital próprio de 15,1% e um crescimento perpétuo de 4,0% em termos nominais.

O nosso preço-alvo implica uma revisão do seu múltiplo EV/EBITDA para 8,8x (contra os 6,6x anteriores) em 2022E. A nossa expectativa quanto à revisão é baseada em (i) uma melhoria na dinâmica dos lucros, (ii) expansão de margens e (iii) um potencial anúncio de M&As, não considerado no nosso cenário base. Além disso, a Yduqs é uma das empresas de educação mais baratas dentro da nossa cobertura, o que, ao nosso ver, é difícil de justificar considerando o perfil de crescimento sustentável da empresa, as suas margens mais altas e os seus riscos de execução mais baixos.

Santander Equity Research

Educação

11 de fevereiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 31,00

Desempenho de Preços (R\$)



Yduqs

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020-23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	3,854	4,352	4,735	5,308
YoY change (%)	8.1	12.9	8.8	12.1
Gross Profit	2,109	2,379	2,678	3,024
YoY change (%)	3.2	12.8	12.6	12.9
EBITDA	895	1,281	1,506	1,759
YoY change (%)	(29.0)	43.0	17.6	16.8
As % of Revenue	23.2	29.4	31.8	33.1
Operating Income	356	590	811	1,038
YoY change (%)	(60.4)	65.7	37.3	27.9
As % of Revenue	9.2	13.6	17.1	19.5
Financial Results	(351)	(402)	(548)	(552)
Taxes	93	1	(5)	(15)
Net Profit	98	189	258	471
YoY change (%)	(84.8)	92.7	36.2	82.7
As % of Revenue	2.5	4.3	5.4	8.9
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortization	539	690	695	722
Other Noncash Items	442	143	(245)	(265)
Changes in Working Capital	(263)	(726)	(356)	(339)
Operating Cash Flow	816	296	351	588
Capital Expenditures	(2,349)	(645)	(544)	(557)
Free Cash Flow	1,171	(12)	(994)	31
Other Invest./Divestments	0	840	0	0
Change in Debt	2,703	337	(800)	0
Dividends	(153)	(0)	(47)	(64)
Capital Increases/Other	2	2	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,633	1,631	590	557
Current Assets	2,951	3,110	2,417	2,728
Fixed Assets	6,315	6,474	6,691	6,929
Total Assets	9,265	9,584	9,108	9,657
Current Liabilities	1,293	2,339	2,099	2,186
Long-Term Liabilities	4,768	3,989	3,560	3,669
Shareholders' Equity	3,205	3,256	3,449	3,802
Total Financial Debt	4,854	5,215	4,537	4,673
ST Debt	617	1,594	1,345	1,373
LT Debt	4,237	3,621	3,192	3,301
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	3,221	3,583	3,947	4,117
Capital Employed	8,059	8,471	7,986	8,476
Net Debt/E BITDA	3.6	2.8	2.6	2.3
Net Debt/E equity	1.0	1.1	1.1	1.1
Capex/Revenue (%)	60.9	14.8	11.5	10.5
Int Cover (%)	1.5	2.0	1.9	2.5
Dividend Payout (%)	23.7	0.0	25.0	25.0
ROCE (%)	3.3	7.0	10.2	12.4
ROE (%)	3.1	5.9	7.7	13.0
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	n/m	32.8	23.4	12.8
P/CE	-	-	-	-
FV/EBITDA	14.4	7.6	6.6	5.8
FV/EBIT	36.3	16.6	12.3	9.8
FV/Revenue	3.4	2.2	2.1	1.9
P/BV	3.0	1.9	1.8	1.6
FCF Yield (%)	12.1	(0.2)	(16.5)	0.5
Div Yield (%)	1.6	0.0	0.8	1.1
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.33	0.63	0.85	1.56
DPS	0.51	0.00	0.16	0.21
BVPS	10.64	10.79	11.42	12.59

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **Caio Moscardini** e **Artur Alves**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 04/01/2022. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking