

Ser Educacional (SEER3 – Compra)

Resultado trimestral melhor que o esperado, com destaque para o EAD

Revisamos nosso modelo de avaliação para a Ser Educacional com base nos resultados do 1T18 e na atualização do seu plano de crescimento orgânico. Reduzimos o Preço Justo de R\$ 40,00 para R\$ 24,80/ação, cuja valorização potencial ainda é de 34,9% sobre a última cotação, sustentando nossa recomendação de Compra.

O malsucedido plano de expansão incorreu em fraco resultado, com queda de margem e redução de 12,4% do lucro líquido ajustado, para R\$ 217,1 milhões em 2017. Em função disso, a Ser comunicou a revisão do seu plano de crescimento orgânico.

O modelo revisado alterou a condição de lançamento de novas unidades assim que credenciadas pelo MEC, pela abertura de novas unidades sob maiores restrições e em alguns casos até a suspensão da abertura e priorizando os investimentos em EAD, principalmente aqueles voltados para as áreas de saúde e exatas.

Os reflexos dessas e outras medidas começaram a ser percebidos já no resultado do 1T18, principalmente na captação de alunos no EAD, cujo crescimento foi de 163,8% no 1S18 frente 1S17, aumentando assim a margem deste segmento, à medida que a quantidade de alunos aumenta.

Os resultados da Ser referentes ao 1T18 se mostraram melhor que o esperado por nós e pelo mercado. A companhia que sofreu bastante com a elevação de custos e despesas, ocasionados após o insucesso com sua expansão orgânica, vem aos poucos tentando se readequar à nova estrutura de base de alunos.

A ação SEER3 desvalorizou neste ano 40,3%, enquanto o Ibovespa acumula alta de 8,3%, no mesmo período.

Perspectivas: Acreditamos que a expansão nos cursos de ensino à distância compensará as dificuldades enfrentadas pelo Fies, beneficiando a receita. Em teleconferência a companhia destacou que a melhora nas margens dar-se-á já neste 2S18. A redução de custos e despesas reflete a demissão de 700 funcionários e a contenção nas despesas de marketing, em função do foco de expansão em cidades com maior reconhecimento de marca. A empresa passou a expectativa de que os resultados deste 2T deverão vir dentro da normalidade.

Mário Roberto Mariante, CNPI*

mmariante@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2561

Cristiano de Barros Caris

ccaris@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2564

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

Dados da Ação

| | | |
|--------------------------|-------------|---------------|
| Cotação atual (R\$) | R\$/ação | 18,38 |
| Preço justo | R\$/ação | 24,80 |
| Potencial | % | 34,9 |
| Var. 52 sem. (Min/Max) | R\$/ação | 15,35 - 34,09 |
| Total de ações | milhões | 138,4 |
| Ações Ordinárias | % | 100,0 |
| Free Float | % | 41,5 |
| Vol. Méd, diário (1 mês) | R\$ milhões | 17,6 |
| Valor de Mercado | R\$ milhões | 2.544 |

Desempenho da Ação

| | Dia | Ano | 52 Sem. |
|----------|------|--------|---------|
| SEER3 | 5,5% | -40,3% | -17,3% |
| Ibovespa | 1,1% | 8,3% | 34,2% |

Cotação em 22/5/2018

Principais Múltiplos

| | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| P/L (x) | 17,3 | 18,2 | 14,7 |
| VE/EBITDA (x) | 11,9 | 13,6 | 11,3 |
| ROE (%) | 13,1 | 12,1 | 14,8 |
| Div. Liq./Caixa (R\$ mn) | -36 | 451 | 583 |
| Receita Líquida (R\$ mm) | 1.232 | 1.333 | 1.401 |
| Lucro Líquido (R\$ mm) | 197 | 188 | 233 |
| Margem Bruta (%) | 54,8 | 55,0 | 56,5 |
| Margem EBITDA (%) | 19,9 | 21,2 | 24,3 |
| Margem Líquida (%) | 16,0 | 14,1 | 16,6 |
| Payout (%) | 25,0 | 25,0 | 25,0 |
| Retorno Dividendo (%) | 1,4 | 1,4 | 1,7 |
| Cotação/VPA (x) | 3,4 | 2,2 | 2,2 |

Fonte: Economática

Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática

Desempenho Operacional: Foram iniciadas operações em 190 polos, em comparação a 15 polos operacionais no 1T17. Além disso, houve o credenciamento pelo Ministério da Educação (MEC) de 3 novas unidades de ensino presencial: Patos (PB), Imperatriz (MA) e Campinas (SP). Com isso, a Ser atingiu 37 dos 45 credenciamentos previstos em seu plano de longo prazo.

A companhia informou a matrícula de 45,8 mil novos alunos de graduação no 1T18 (-0,6% a/a). A redução se deu principalmente por conta da graduação presencial, com redução de 15,4% (a/a), com grande relevância negativa para a captação de alunos oriundos do Fies. Já o destaque positivo partiu do EAD, cujo crescimento foi de 155,2%.

Com isso, houve expansão de 1,9% da base total, para 160,019 mil alunos, dos quais 94,6% são da base de graduação (89,7% graduação presencial e 10,3% de EAD).

Figura 1: Evolução da base de Alunos

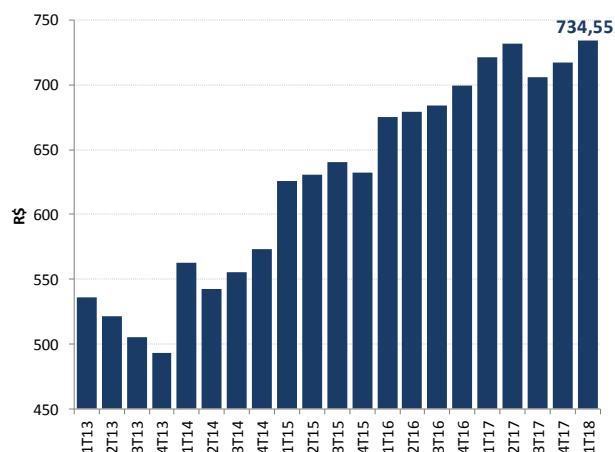
| Número de Alunos | Graduação | | Pós-graduação | | Cursos Técnicos | | Total | |
|--------------------|-----------|----------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|----------------|
| | 1T18 | Presencial | EAD | Presencial | EAD | Presencial | | EAD |
| Base Dez17 | | 133.945 | 9.462 | 6.433 | 2.256 | 229 | 98 | 152.423 |
| Captação | | 35.553 | 10.243 | 939 | 680 | 155 | 38 | 47.608 |
| Egressos | | -12.122 | -60 | -1.695 | - | - | - | -13.877 |
| Evasão | | -21.682 | -3.813 | -146 | -413 | -55 | -26 | -26.135 |
| Base Mar18 | | 135.694 | 15.832 | 5.531 | 2.523 | 329 | 110 | 160.019 |
| % Base Mar18/Dez17 | | 1,3% | 67,3% | -14,0% | 11,8% | 43,7% | 12,2% | 5,0% |
| % Base Mar18/Mar17 | | -3,2% | 106,9% | -28,9% | 100,9% | 216,3% | - | 1,9% |

Fonte: Ser Educacional

A taxa de evasão na graduação presencial do 1T18 atingiu 13,8% relativamente estável na comparação anual. Já no EAD, a taxa foi de 19,4%, melhor que os 24% do 1T17.

O ticket médio da graduação presencial cresceu 1,5% (a/a), para R\$ 734,55.

Gráfico 1: Evolução do ticket médio da graduação presencial



Fonte: Ser Educacional

A base total de alunos provenientes de financiamento estudantil representou 37,2% da base de graduação (39,3% no 1T17), dos quais 33,1% eram de alunos oriundos do Fies (37,3% no 1T17).

Figura 2: Evolução da base de Alunos com Financiamento Estudantil

| FIES ('000) | 1T17 | 1T18 | 1T18 / 1T17 |
|-----------------------------------|----------------|----------------|--------------|
| Alunos | 140.159 | 135.694 | -3,2% |
| Alunos FIES | 52.236 | 44.858 | -14,1% |
| % de Alunos FIES | 37,3% | 33,1% | -4,2 pp |
| Alunos EDUCRED | 1.385 | 3.104 | 124,1% |
| % de Alunos EDUCRED | 1,0% | 2,3% | 1,3 pp |
| Alunos PRAVALER | 1.447 | 2.520 | 74,2% |
| % de Alunos PRAVALER | 1,0% | 1,9% | 0,9 pp |
| Total de Alunos com Financiamento | 55.068 | 50.482 | -8,3% |
| % de Alunos com Financiamento | 39,3% | 37,2% | -2,1 pp |

Fonte: Ser Educacional

Destaques do 1T18

- A receita líquida foi de R\$ 317,2 milhões no 1T18, 1,6% maior em relação ao 1T17, dado o aumento da base de alunos e do melhor ticket médio no período.
- O Custo dos Serviços Prestados (CSP) aumentou 10,7% (a/a), para R\$ 127,9 milhões, 40,3% da receita líquida, com crescimento nas principais linhas: i) Pessoal e encargos 5,8%; ii) Aluguéis 13,1%; iii) Concessionárias 29,9% e iv) Serviços de terceiros e outros 74,9%, todos comparados ao 1T17.
- O lucro bruto foi de R\$ 189,3 milhões, 3,7% menor que no 1T17, com a margem perdendo 3,3 pp, para 59,7%.
- As despesas operacionais cresceram 39,9% (a/a), para R\$ 118,971, 37,5% da receita líquida. Destaque negativo para o crescimento de 114,8% da PDD.
- O EBITDA Ajustado dos efeitos não-recorrentes totalizou R\$ 78,2 milhões, 30,3% menor que o do 1T17, com a margem EBITDA ajustada atingindo 24,7%, comparada a 35,9% no mesmo período do ano anterior.
- O resultado financeiro apresentou uma despesa de R\$ 0,7 milhão no 1T18 ante despesa de R\$ 21,0 milhões no 1T17, redução de 96,6%. Destaque para o aumento das receitas de juros sobre acordos e outros e rendimentos de aplicações financeiras.
- O lucro líquido ajustado somou R\$ 62,8 milhões no 1T18, 24,1% inferior ao lucro líquido de R\$ 82,8 milhões do 1T17.

- A companhia segue com uma condição financeira saudável, dada a entrada dos recursos do aumento de capital e da geração operacional de caixa. Com isso, o caixa líquido encerrou o trimestre em R\$ 427,1 milhões, ante o endividamento líquido de R\$ 130,9 milhões no 1T17.
- A terceira e última parcela a ser paga pelo Governo Federal (PN 23) decorrente do não pagamento de mensalidades do FIES em 2015, tem como data prevista de pagamento para o terceiro trimestre de 2018.

Figura 3: Ser Educacional Principais indicadores

| (R\$ milhões) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Bruta | 1.426 | 1.641 | 1.797 | 1.889 | 1.982 |
| Receita Líquida | 1.125 | 1.232 | 1.333 | 1.401 | 1.477 |
| Lucro Bruto | 614 | 675 | 733 | 791 | 843 |
| <i>Margem Bruta</i> | <i>54,6%</i> | <i>54,8%</i> | <i>55,0%</i> | <i>56,5%</i> | <i>57,1%</i> |
| Resultado Operacional | 297 | 261 | 269 | 326 | 380 |
| <i>Margem Operacional</i> | <i>26,4%</i> | <i>21,2%</i> | <i>20,1%</i> | <i>23,3%</i> | <i>25,7%</i> |
| EBITDA | 284 | 245 | 283 | 341 | 395 |
| <i>Margem EBITDA</i> | <i>25,2%</i> | <i>19,9%</i> | <i>21,2%</i> | <i>24,3%</i> | <i>26,7%</i> |
| Lucro Líquido | 230 | 197 | 188 | 233 | 314 |
| <i>Margem Líquida</i> | <i>20,5%</i> | <i>16,0%</i> | <i>14,1%</i> | <i>16,6%</i> | <i>21,2%</i> |

Fonte: Ser Educacional e Planner Corretora.

Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

Compra: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Neutro: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

Venda: Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI*
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI
rmartins@planner.com.br

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.