



Relatório de Monografia de Final de Curso

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O CASO DA SOMOS EDUCAÇÃO S.A. E O SETOR DE EDUCAÇÃO BÁSICA

Fernanda Sepulveda Sallum

Matrícula nº 1113463

Orientador(a): Prof(a). Maria Elena Gava

Novembro 2017

SUMÁRIO

- I. INTRODUÇÃO
- II. CONCEITOS DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
 - 2.1 Introdução à Avaliação de Ativos
 - 2.2 Fluxo de Caixa Descontado
 - 2.2.1 Fluxo de caixa Livre ao Acionista
 - 2.2.2 Fluxo de Caixa para Firma
 - 2.3 A taxa de desconto
 - 2.3.1 Modelo CAPM – O Cálculo do Ke
 - 2.3.1.1 Taxa livre de risco - R_f
 - 2.3.1.2 Beta (β)
 - 2.3.1.3 Prêmio de risco do mercado ($R_m - R_f$)
 - 2.3.2 WACC - Taxa de desconto para firma
- III. O SETOR DE EDUCAÇÃO BÁSICA NO BRASIL
 - 3.1 Alguns dados sobre a população brasileira
 - 3.2 Demanda por educação e classes socioeconômicas
 - 3.3 A ascensão da classe C
 - 3.4 A demanda por matrículas
 - 3.5 Proporção matrículas público e privadas
 - 3.6 O Plano Nacional de Educação 2014-2024
 - 3.7 Oferta de escolas particulares
 - 3.7.1 O mercado privado brasileiro

IV. SOMOS EDUCAÇÃO S.A.

4.1 Histórico da Empresa

4.2 Atividades Desenvolvidas pela Companhia

4.3 Trajetória de M&A – Investimentos e Desinvestimentos

4.4 Estrutura Societária e Administrativa

4.5 Vantagens e Estratégias competitivas

4.5.1 Foco no Mercado de Atuação do Setor Básico

4.5.2 Expansão para o Setor Público

4.5.3 Portfólio Diversificado

4.5.4 Liderança no mercado

4.5.5 Crescimento Via Expansão

4.5.6 Ganhos de Eficiência através de Escala e Controle de Custos

4.6 Órgãos Reguladores

4.7 Fatores de Risco

4.7.1 Condições Macroeconômicas Adversas

4.7.2 Riscos de Regulamentação

4.7.3 Risco associado aos Controladores

- V. ESTUDO DE CASO – O MODELO DE “VALUATION”
 - 5.1 Receita Líquida
 - 5.1.1 Receita com Editoras
 - 5.1.2 Receita com Sistema de Ensino
 - 5.1.3 Receita com Escolas e Cursos Preparatórios
 - 5.1.4 Receita com Idiomas
 - 5.1.5 Receita com Produtos complementares
 - 5.2 Custos e Despesas totais
 - 5.3 Aquisições e Crescimento orgânico
 - 5.4 Lucro Líquido
 - 5.5 Fluxo de Caixa Livre
 - 5.6 Taxa de Desconto
 - 5.6.1 Taxa Livre de Risco
 - 5.6.2 Beta
 - 5.6.3 Prêmio de Risco
 - 5.6.4 Valor Justo
- VI. CONCLUSÃO
- VII. REVERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

I. INTRODUÇÃO

O fluxo de caixa descontado é o método mais usual para determinar o valor justo de ativos. Através dele, os fluxos de caixa gerados pelo ativo são projetados até a perpetuidade. Posteriormente, os fluxos são trazidos a valor presente utilizando a taxa de desconto, que leva em consideração o risco associado a empresa. Neste estudo, vamos analisar a empresa Somos Educação S.A, uma das maiores empresas do setor de educação do Brasil, no setor privado e público.

O objetivo deste estudo é encontrar o valor justo da ação da Somos Educação através do método do fluxo de caixa descontado. Para isso, é preciso também, analisar o setor e a própria empresa ressaltando as principais características e especificidades de cada um. Dessa forma, este trabalho se divide da seguinte forma: No primeiro capítulo serão apresentadas as principais definições do método de fluxo de caixa e suas variáveis, apresentando o funcionamento do passo-a-passo do modelo de *Valuation*¹.

O segundo capítulo tem como objetivo entender o setor de educação básica no Brasil. Apesar da empresa analisada atuar em todos os seguimentos de mercado, o seu principal desempenho é nos segmentos de educação básica. Serão apresentadas as principais características e sua evolução, definindo os agentes envolvidos na operação para buscar entender quais são as principais linhas de receitas e custos das empresas inseridas no setor.

O terceiro capítulo é referente à empresa, levando em consideração seu histórico, estrutura societária, estratégias e vantagens competitivas a fim de entender seu posicionamento no mercado e o risco envolvido.

Finalmente, o quarto capítulo, se destina a projetar o fluxo de caixa da empresa, com base no seu demonstrativo de resultado e explicitando as premissas utilizadas para as projeções futuras. Esse fluxo trazido a valor presente pela taxa de desconto, também calculada nesse capítulo, possibilitará a determinação do valor justo da empresa e, por consequência, a recomendação de compra ou venda da ação

¹ Valuation é o termo em inglês para “Avaliação de Empresas”. É o processo de estimar quanto uma empresa vale, determinando seu preço justo e o retorno de um investimento em suas ações.

II. CONCEITOS DE “VALUATION” – O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

1.1 Introdução à Avaliação de Ativos

A avaliação de ativos tem como objetivo analisar o objeto em questão, seja ele um projeto ou uma empresa, a fim de determinar seu valor justo, que não necessariamente será um valor único, podendo ser um intervalo de preços. Tal valor servirá de suporte à tomada de decisão em relação à realização de um investimento. É importante levar em consideração as especificidades de cada ativo para realizar a sua precificação a fim de se aproximar da realidade.

Existe uma variedade de metodologias com a finalidade de encontrar o “valor justo” de um ativo. Damodaran²(2004, capt.1) destaca três grandes grupos de metodologias:

- (i) Fluxo de caixa descontado,

Esse método tem como objetivo projetar a futura geração de caixa de uma empresa trazendo esses valores para o presente utilizando uma taxa de desconto;

- (ii) Avaliação relativa ou por múltiplos,

a qual procura auferir o valor de uma empresa adotando o método de comparação com seus competidores do mesmo setor e com características comuns;

- (iii) Modelo das Opções Reais

O método baseia-se em uma distribuição de probabilidade do valor líquido no futuro para determinar o valor da flexibilidade de decisão do gestor.

Dentre todos os métodos de precificação de ativos, o fluxo de caixa descontado é o mais utilizado atualmente por ser considerado o mais completo. Esse foi o método escolhido para avaliar a Somos Educação S.A.

² Aswath Damodaran é o autor do livro “Finanças Corporativas: teoria e prática”, 2ª edição, 2004 utilizado como fonte para escrever esse trabalho.

1.2 Fluxo de Caixa Descontado

O modelo de fluxo de caixa descontado é aplicado desempenhando duas etapas essenciais para ser chegar ao valor justo do ativo:

- 1) Projetar os fluxos de caixa gerados pelo ativo até a perpetuidade;
- 2) Determinar, através do método CAPM, que será abordado adiante, a taxa de desconto que será utilizada para trazer os fluxos a valor presente.

$$VPL = \sum CF_t / (1 + r)^t$$

Onde:

VPL = Valor presente líquido

$\sum CF_t$ = Somatório dos fluxos de caixa projetados até o ano t

r = taxa de desconto

Damodaran (2007, pg.10) destaca algumas limitações do método de fluxo de caixa descontado, entre elas a quantidade de informação necessária e a capacidade de manipulação do modelo. Existem situações em que essas limitações podem ser agravadas, como empresas em processo de reestruturação, aquisição ou dificuldades financeiras. As duas abordagens para precificação de ativos através do método de fluxo de caixa descontado são: fluxo de caixa livre ao acionista e o fluxo de caixa livre à empresa que serão resumidas a seguir.

1.2.1 Fluxo de Caixa Livre ao Acionista

Conhecido pela sigla, em inglês, FCFE (*free cash flow to equity*), se resume ao fluxo de caixa residual para o acionista após honrar todos os seus compromissos financeiros, custos operacionais, impostos, investimentos na empresa e pagamento de juros aos credores, contemplando somente o que deve ser distribuído para os acionistas.

Em termos de equação, pode ser descrito da seguinte forma:

- (+) Receitas de vendas e/ou serviços
 - (-) Impostos sobre receitas
 - (-) Custo e despesas operacionais
 - (-) Depreciação
 - (+/-) Receitas/Despesas financeiras
 - (+/-) Aumento ou redução do capital de giro
 - (-) Imposto de renda
 - (+) Depreciação
 - (-) Investimento
 - (+) Empréstimos
 - (-) Pagamento de juros
- = FCFE

Essa metodologia revela o valor da empresa sob a ótica de seus acionistas (é também conhecido como valor de mercado ou, em inglês, *market cap*). A taxa de desconto a ser utilizada para trazer o fluxo a valor presente deve representar a expectativa de retorno dos acionistas considerando todos os riscos associados ao ativo, levando em consideração tanto o ambiente microeconômico, quanto macroeconômico em que a empresa está inserida. Essa taxa de desconto é conhecida como custo de capital próprio, em inglês, *cost of equity* (K_e). O modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) é a referência para o cálculo da taxa de desconto e será abordado mais a frente.

Segundo Damodaran: “O modelo de FCFE trata o acionista de uma empresa de capital aberto como o equivalente ao proprietário de um negócio privado. Este pode reivindicar os seus direitos sobre todo o fluxo restante, após impostos, pagamento de dívidas e necessidades de reinvestimentos.” (Damodaran 2007, pg.120)

A equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFE é a seguinte:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

Onde:

n = vida útil do ativo

FCFE_t = Fluxo de caixa para o acionista no período t

Ke = custo do capital próprio

1.2.2 Fluxo de Caixa para Firma

Conhecido como FCFF (“*free cash flow to firm*”), o fluxo de caixa para firma tem como objetivo calcular o valor da empresa tanto para o acionista quanto para os credores. A grande diferença entre o fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa para a firma é que o primeiro baseia-se no lucro líquido, e o segundo, no lucro antes do pagamento de juros. Ou seja, no caso do FCFF, o pagamento de juros é considerado. Dessa forma, conclui-se que o FCFF é o fluxo de caixa residual gerado pela empresa após os custos operacionais e investimentos.

Em termos de equação, pode ser descrito da seguinte forma:

(+) Receitas Operacionais

(-) Imposto sobre receita

(-) Custos Operacionais

(-) Depreciação

(+/-) Receita/Despesa Financeira

(+/-) Aumento/Diminuição do capital de giro

(-) Imposto de renda

(+) Depreciação

(-) Investimento

= FCFF

O fluxo de caixa para firma deve refletir a capacidade da empresa de gerar caixa considerando fonte de recursos próprios e de terceiros. Ao considerar o pagamento de juros e emissão de dívida no fluxo, a taxa de desconto deve levar em consideração os riscos e as expectativas tanto dos acionistas como dos credores. Dessa forma, a taxa de desconto deve refletir o custo de capital próprio (K_e) e de terceiros (K_d) ponderado por sua respectiva participação na estrutura de financiamento da empresa. Essa taxa é conhecida com WACC (*weighted average cost of capital*) e será abordada adiante.

Portanto, a equação que representa o cálculo do valor presente pelo método de FCFF é:

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

n = vida útil do ativo

$FCFF_t$ = Fluxo de caixa livre à empresa no período t

WACC = custo médio ponderado do capital

2.3 A taxa de desconto

A taxa de desconto engloba o grau de risco associado ao fluxo de caixa tornando, portanto, a sua definição de extrema importância para a correta avaliação da empresa. Póvoa³ define essa

³ Alexandre Póvoa é o autor do livro “Como Precificar Ações, Edição 2007” usado como fonte para esse trabalho.

etapa da seguinte forma: “O cálculo da taxa de desconto provavelmente é a parte mais intrigante e fascinante da análise do valor justo de uma ação. Intrigante por envolver variáveis que interagem entre si. Fascinante porque, definitivamente, nunca existe uma resposta cientificamente correta.”

² Alexandre Póvoa é o autor do livro “Como Precificar Ações, Edição 2007” usado como fonte para esse trabalho

Conforme já mencionado anteriormente, para o fluxo de caixa para o acionista, a taxa de desconto utilizada é o custo do capital próprio (K_e). Enquanto no modelo de fluxo de caixa livre à empresa, essa taxa corresponde ao custo médio ponderado de capital (WACC), ou seja, além dos componentes do patrimônio líquido, considera-se também a dívida.

2.3.1 Modelo CAPM – Cálculo do K_e

Para determinar a taxa de desconto do acionista, ou seja, o custo do capital próprio, o modelo mais recomendado é o CAPM – Capital Asset Pricing Model.

Conforme mencionado por Póvoa (2007, pg.140), o modelo assume quatro principais premissas: inexistência de custo de transação, simetria de informação no mercado, liquidez perfeita e possibilidade de diversificação total do risco específico da ação.

Embora as hipóteses do modelo CAPM o distanciem da realidade, é o cálculo mais utilizado pelos investidores a fim de calcular o custo de capital próprio. Uma alternativa bastante utilizada é rebuscar o simples modelo CAPM através de ajustes ao coeficiente Beta.

O modelo CAPM é obtido através de uma equação que demonstra a relação entre retorno esperado e beta, conforme descrito abaixo:

$$K_e = R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Onde:

K_e = custo do capital próprio

R_e = retorno exigido do ativo i

R_f = Taxa de retorno livre de risco

$\beta = \text{Beta}$

$(R_m - R_f) = \text{prêmio de risco do mercado}$

2.3.1.1 Taxa livre de risco - R_f

Um ativo livre de risco é caracterizado como aquele que o investidor conhece o retorno esperado com certeza. Para um ativo ser classificado como *risk free*, duas condições devem ser atendidas: Não pode haver nenhum risco de inadimplência e não pode haver nenhuma incerteza sobre as taxas de retorno, o que implica que o investidor mantém sua posição até o vencimento. (Damodaran 2007, pg.24)

Na maior parte das vezes, são utilizados títulos emitidos pelo governo, já que, por serem emissores de moeda, o risco de não honrarem seus compromissos é muito baixo. Porém, é importante ressaltar, que nem todos os países podem ser considerados livres desse risco.

“Como uma conciliação prática, porém, é válido notar que o efeito do valor presente de utilizar taxas livres de risco que variam de um ano para o outro tende a ser pequeno para maioria das bem comportadas estruturas a termo. Nesses casos, poderíamos usar uma estratégia de duração combinada, em que a duração do título livre de inadimplência usado com ativo é combinada com a duração dos fluxos de caixa da análise. A consequência lógica para as avaliações, em que fluxos de caixa estendem-se por um longo período (ou infinitamente), é que as taxas livres de risco utilizadas devem ser quase invariavelmente de longo prazo. Na maioria das moedas, geralmente há uma obrigação do governo de dez anos que serve como um indicador razoável para a taxa livre de risco.” (Damodaran, 2007, Pg. 24). Nos Estados Unidos, é comum utilizar o título de longo prazo do tesouro norte americano, como o *Treasury Notes* com dez anos de duração, conforme destaca Povoia (2007, pg.146).

Em outros países, como o Brasil, costuma-se utilizar a taxa de juros livre de risco norte americana adicionando ao prêmio de risco do país, nesse caso o Risco - Brasil. Esse é o método descrito por Damodaran, destacando o fato que, dessa forma, o cálculo contempla o componente específico do risco do país em que a empresa atua, estando, portanto, inserido tanto no ambiente microeconômico, quanto macroeconômico.

2.3.1.2 Beta (β)

De acordo com o modelo CAPM, o Beta é o coeficiente angular da equação de regressão que mostra que dada uma variação de x , quanto y se modificará. Pode-se demonstrar que esse coeficiente é igual à covariância do retorno entre o ativo, e do retorno da carteira de mercado sobre a variância da carteira de mercado.

O coeficiente β mede o risco sistemático (específico) do ativo, refletindo a variação da ação de uma empresa em relação à variação de um “benchmark”⁴. Em outras palavras, empresas mais sensíveis às variações do mercado tendem a ter beta maiores do que aquelas menos sensíveis, nas quais a correlação com índice de mercado é menor.

No caso de empresas brasileiras listadas na bolsa, o “benchmark” utilizado é o Ibovespa e, o da ação, é calculado através da regressão de seus retornos em relação ao retorno desse índice durante um ou dois anos anteriores à data da análise. Como no Brasil, esse índice de mercado é muito concentrado em alguns setores específicos como petróleo, mineração e comunicação, o cálculo do Beta se torna imperfeito, gerando a necessidade de realizar ajustes para adaptá-lo a realidade específica de cada indústria e empresa, como é feito pelo sistema *Bloomberg*⁵, por exemplo.

Damodaran destaca algumas considerações em relação ao Beta:

- 1) *Business* da empresa: Empresas cíclicas, ou seja, que tenham suas vendas concentradas em determinada época do ano ou que sejam mais sensíveis às condições gerais da economia, devem ter β s mais elevados.
- 2) Alavancagem operacional: O grau de alavancagem operacional é função da relação entre custos fixos e custos variáveis. Quanto maior é essa relação, maior a variabilidade no lucro em fases de prosperidade e recessão. Dessa forma, empresas com alta alavancagem operacional devem ter β s mais altos.
- 3) Alavancagem financeira: Outro fator de risco é o alto grau de alavancagem financeira (relação alta entre endividamento e capital próprio). O Beta é elevado devido à volatilidade no lucro provocada pela alavancagem.

⁴ “Benchmark” palavra de origem inglesa que significa a comparação dos números e resultados com os concorrentes.

⁵ Bloomberg é uma plataforma que oferece dados e notícias para o mercado financeiro.

Quando utilizamos o Beta do setor, devemos “realavancar” de acordo com a estrutura de capital da companhia, como explicado acima.

$$\beta(\text{alavancado}) = \beta(\text{desalavancado}) * (1 + (1 - \text{taxa de desconto}) * \text{Capital de Terceiros/Capital Próprio})$$

O β (*alavancado*) deve ser utilizado no modelo CAPM para estimar o K_e .

2.3.1.3 Prêmio de risco do mercado ($R_m - R_f$)

O prêmio de risco do mercado deve ser interpretado como o retorno adicional exigido pelos investidores decorrente do risco percebido. O cálculo é baseado no histórico de diferença do retorno de mercado (R_m) e do rendimento do ativo livre de risco (R_f).

O prêmio de risco do mercado reflete a aversão ao risco dos investidores, ou seja, quanto maior for a percepção de risco, maior será o prêmio exigido para investir nesse ativo em detrimento do ativo livre de risco.

2.3.2 WACC - Taxa de desconto para firma

A taxa de desconto para a firma, conhecida como WACC (*Weighted Average Cost Capital*), é a média ponderada entre o custo de capital próprio (K_e) e o custo de capital de terceiros (K_d).

$$WACC = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (D/(D+E))$$

Onde:

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros, ou seja, está associado ao risco de crédito da companhia.

$E/(D+E)$: Proporção do capital próprio em relação ao capital total.

$D/(D+E)$: Proporção do capital de terceiros em relação ao capital total.

Para empresas com a probabilidade de modificações em sua estrutura de capital, é aconselhável a utilização do fluxo de caixa para firma, levando em consideração a taxa de desconto WACC.

III. O SETOR DE EDUCAÇÃO BÁSICA NO BRASIL

3.1 Alguns Dados sobre a população brasileira

Nesse trabalho será usado os dados do Censo Demográfico de 2010 (o último realizado), uma vez que eles retratam a profundidade e a extensão da população brasileira. Os dados são fornecidos pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) e levam em consideração aspectos sociais e econômicos, possibilitando que se faça um estudo de um planejamento público/privado.

Os dados do Censo Demográfico 2010 fornecem informações do número da população brasileira até 2010 e projeções para o futuro, categorizado esses dados por características, como gênero e faixa etária, além de estatísticas de nascimento, mortalidade, analfabetismo, rendimento mensal, entre outras.

O objetivo do trabalho nesse capítulo, é analisar a demanda de matrículas do mercado de escolas público/privada e o seu comportamento. Para isso dados fornecidos no estudo do Censo Demográfico 2010 como renda domiciliar, faixa etária e escolaridade da população brasileira serão usados.

Abaixo pode-se ver uma primeira abordagem dos dados. O gráfico abaixo mostra a população brasileira em idade escolar

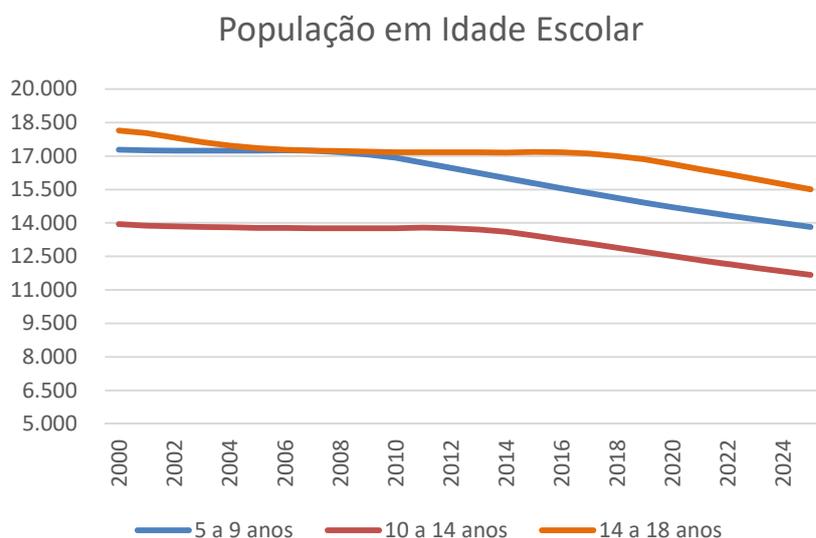


Gráfico 1 - Dados: IBGE – Projeções da população por sexo e idade

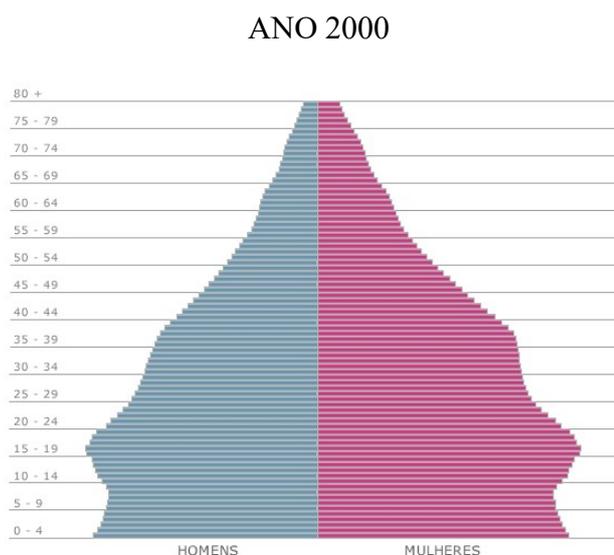
O Gráfico 1 mostra uma tendência clara de queda da população brasileira em idade escolar. Para a construção do gráfico, as idades da população brasileira foram categorizadas por

grupos de idade escolar. O grupo de 5 a 9 anos representa as jovens que cursariam o ensino infantil, o grupo de 10 a 14 anos, o grupo de jovens que se encaixaria no ensino fundamental e de 14 a 18 anos, o grupo de jovens que coincide com a faixa etária do ensino médio.

Tal comportamento de diminuição ao longo do tempo da população em idade escolar poderia significar um mau sinal para o mercado de educação no Brasil, uma vez que revela conseqüentemente em uma redução da demanda do nível de matrículas escolares.

Contudo essa tendência de queda da faixa etária jovem pode ser explicada por uma menor quantidade preferida de filhos hoje em dia pelas famílias. Menos filhos por famílias podem significar maiores investimentos no futuro dos mesmos, ocasionando em um aumento na proporção de matrículas em escolas privadas, favorecendo essa parcela do mercado.

A tendência de queda da população jovem brasileira também é visível a partir da projeção da evolução ao longo do tempo da pirâmide etária brasileira.



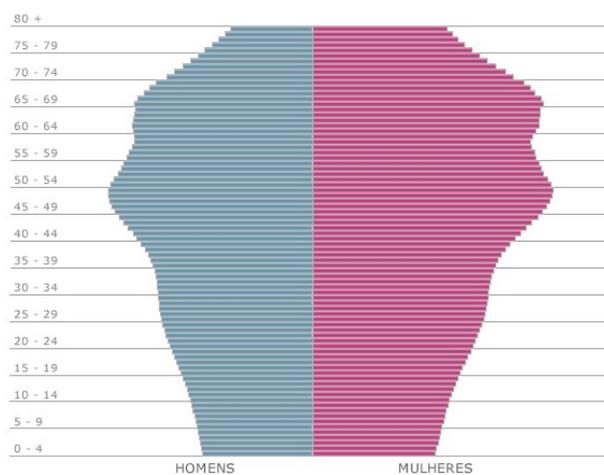
ANO 2010



ANO 2020



ANO 2050



Fonte: IBGE – Projeção da População Brasileira

Nos gráficos acima pode-se ver que existe uma evolução e uma tendência clara de achatamento da faixa etária de jovens e o inchaço da faixa etária de idosos no país. A população vai se tornando mais velha à medida que o país se desenvolve, com maiores expectativas de vida e queda de mortalidade brasileira. Em movimento contrário há uma diminuição da taxa de natalidade da população ao longo do tempo.

A diminuição da base da pirâmide etária pode ser explicada por diversos fatores como: custos altos por filhos na sociedade atual, uma vez que oferecer uma boa qualidade de vida e educação a um filho no contexto atual requer elevados gastos financeiros; a maior inserção da mulher no mercado de trabalho, dessa forma a mulher não tem somente a função de cuidar dos filhos e da casa, elas também ocupam atividades profissionais remuneradas; e a evolução da medicina com métodos anticoncepcionais, procedimentos que impedem a gestação ou postergam o nascimento de filhos.

3.2 Demanda por educação e classes socioeconômicas

O processo explicado acima da pirâmide etária brasileira assume comportamentos diferenciados quando comparamos diferentes classes econômicas da população brasileira. Para mostrar esse comportamento mostra-se primeiro abaixo uma tabela com o rendimento nominal mensal domiciliar per capita da população brasileira segundo as Unidades da Federação em ordem decrescente.

	Estado	Renda per Capita em Reais
1	Distrito Federal	2351
2	São Paulo	1723
3	Rio Grande do Sul	1554
4	Santa Catarina	1458
5	Rio de Janeiro	1429
6	Paraná	1398
7	Mato Grosso do Sul	1283
8	Brasil	1226
9	Minas Gerais	1168
10	Espírito Santo	1157
11	Goiás	1140
12	Mato Grosso	1139
13	Roraima	1068
14	Rio Grande do Norte	919
15	Rondônia	901
16	Amapá	881
17	Sergipe	878
18	Pernambuco	872

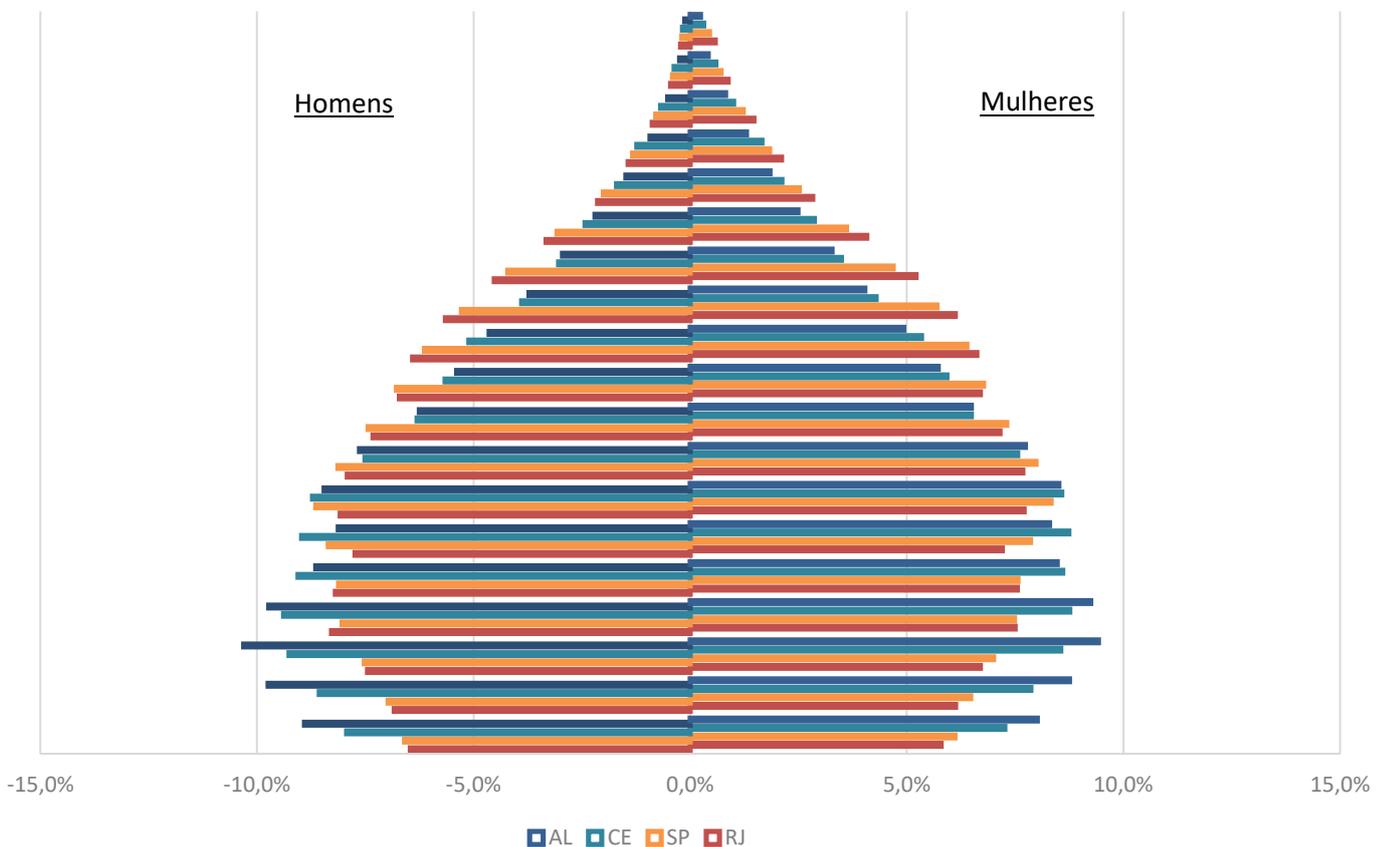
19	Tocantins	863
20	Paraíba	790
21	Bahia	773
22	Acre	761
23	Ceará	751
24	Piauí	747
25	Amazonas	739
26	Pará	708
27	Alagoas	662
28	Maranhão	575

Fonte: Tabela Própria Confecção/ Dados IBGE 2016

Pode-se ver que a renda per capita brasileira tem uma dispersão muito grande, de aproximadamente 75%.

Para evidenciar que a pirâmide etária brasileira assume comportamentos diferenciados quando comparamos diferentes classes econômicas da população brasileira, escolhe-se 4 estados da tabela para analisar a faixa etária da população por sexo, 2 estados acima e 2 estados abaixo da renda domiciliar per capita do Brasil, ou seja a média do país.

Pirâmide Etária por Unidades de Federação 2016



Fonte: Tabela Própria Confecção/ Dados IBGE - Projeção da População do Brasil por sexo e idade: 2016

Ao analisar as curvas da ilustração pode-se notar algumas tendências. A figura evidencia que a população com a menor renda domiciliar, os estados de menor renda per capita domiciliar, dado os números do IBGE 2016, representada pelas cores de tons mais “frias”, tem mais filhos, ou seja, a população mais pobre é marcada por uma alta taxa de fecundidade. Esse comportamento pode ser observado pela maior proporção de pessoas na faixa entre 0 e 20 anos.

Em contrapartida, a população com a maior renda domiciliar, representada pelas cores de tons mais “quentes”, tons de azuis, tem a sua menor proporção de pessoas concentrada na faixa de idade jovem, de 0 a 20 anos.

Dessa forma, pode-se assumir que quanto menor a renda domiciliar, maior a proporção da população em idade escolar.

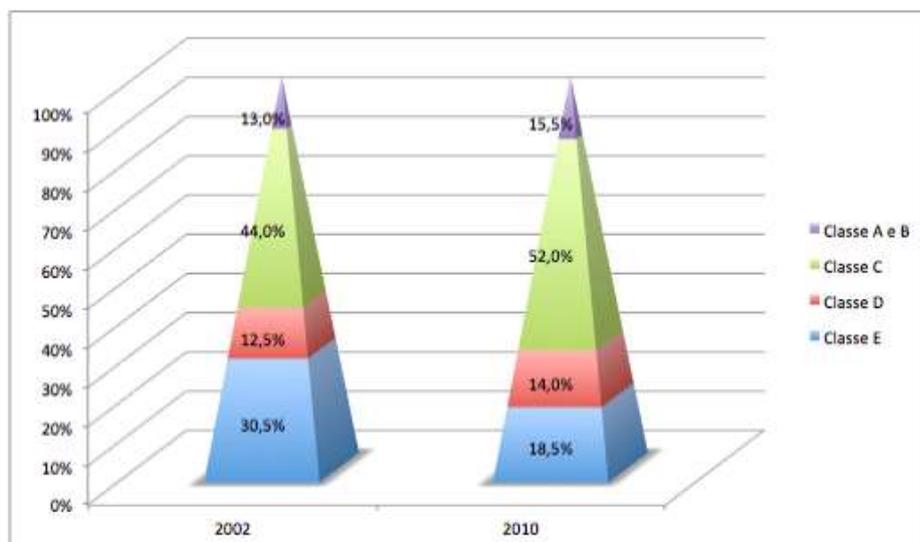
Uma outra tendência ilustrada pela imagem é o mesmo comportamento assumido pelos dois grupos de renda, curvas de linhas com tons de azul e curvas de linhas com tons de vermelho. Ambos os dois grupos têm um pico em determinada faixa de idade da população e há uma diminuição rápida dessas curvas. Diversas hipóteses podem ser atribuídas a esse comportamento, porém o objetivo desse trabalho limita-se a tentar compreender as consequências na demanda por educação; como foi dito anteriormente, menos filhos podem também significar possibilidade de investir nos seus futuros.

3.3 A ascensão da classe C e o aumento e demanda por matrículas de escolas particulares

Na seção acima foi mostrado que a maior parcela da população brasileira em idade média escolar é a população de baixa renda. Isso significaria, que a maior demanda por matrículas escolares vem das classes mais baixas e assim sendo por matrículas de escolas públicas.

Porém durante o governo Lula, a classe média brasileira cresceu de forma significativa. Atualmente, a população classificada como "classe C", apesar da realidade atual estar diferente dos anos 2013-2015, ainda representa um grande mercado consumidor.

Em 2013, houveram várias mudanças socioeconômicas como o aumento do acesso ao crédito, da taxa de emprego e da distribuição de renda, causando uma migração da população da classe E e D para a classe C.



Mudanças na Estrutura da População

Evolução das Classes

	2009-2003	2008-2009
Classe E	-45.50%	-4.32%
Classe D	-11.63%	-3.00%
Classe C	34.32%	2.49%
Classe B	38.51%	3.49%
Classe A	40.99%	0.18%
Classe AB/C	35.23%	2.38%
Classe D/E	-29.00%	-3.52%

Diferença (população)

	2009-2003	2008-2009
Classe E	-20,481,069	-1,022,145
Classe D	-2,431,443	-946,083
Classe C	29,063,545	3,172,653
Classe B	3,391,694	443,181
Classe A	3,253,636	106,487
Classe AB/C	35,708,875	3,722,321
Classe D/E	-22,912,512	-1,968,228

Fonte: Centro de Políticas Sociais da FGV a partir dos microdados da PNAD/IBGE

Fonte: Nova Classe Média Visão Geral CPS/FGV

Na tabela acima pode-se ver que houve uma diminuição percentual significativa da classe D/E de 29,0% do ano de 2003 a 2009 e um crescimento de 34,3% da classe C. Apesar da renda B aumentar 38,51% e a classe A 41,0%, em termos absolutos de população a maior variação de crescimento foi a da classe social C, crescendo em 29,1 milhões de pessoas.

O aumento no poder de compra do brasileiro leva a uma maior capacidade de prover educação particular, e dessa maneira, seria de se esperar que as matrículas em escolas particulares aumentassem.

3.4 A demanda por matrículas

Para se analisar o comportamento da demanda de matrículas da educação básica do Brasil foram usados os dados do Inep de 2008 a 2018 na tabela abaixo. Os dados divididos por tipo de modalidade e etapa de ensino.

Evolução do número de matrículas na educação básica por modalidade e etapa de ensino - Brasil - 2008/2014

Ano	Matrículas na educação básica por modalidade e etapa de ensino												
	Total Geral	Ensino Regular								Educação de jovens e adultos		Educação especial	
		Educação infantil			Ensino fundamental			Ensino médio	Ed. profissional (concomitante e subsequente)	Fundamental	Médio	Classes especiais e escolas exclusivas	Classes comuns (alunos incluídos)
		Total	Creche	Pré-escola	Total	Anos iniciais	Anos finais						
2008	53.232.868	6.719.261	1.751.736	4.967.525	32.086.700	17.620.439	14.466.261	8.366.100	795.459	3.295.240	1.650.184	319.924	375.775
2010	51.549.889	6.756.698	2.064.653	4.692.045	31.005.341	16.755.708	14.249.633	8.357.675	924.670	2.860.230	1.427.004	218.271	484.332
2012	50.545.050	7.295.512	2.540.791	4.754.721	29.702.498	16.016.030	13.686.468	8.376.852	1.063.655	2.561.013	1.345.864	199.656	620.777
2014	49.771.371	7.855.991	2.891.976	4.964.015	28.459.667	15.699.483	12.760.184	8.300.189	1.374.569	2.284.122	1.308.786	188.047	698.768
Δ% 2008/2014	-6,5	16,9	65,1	-0,1	-11,3	-10,9	-11,8	-0,8	72,8	-30,7	-20,7	-41,2	86,0

Fonte: MEC/Inep/Deed.

Notas: 1) Não inclui matrículas em turmas de atendimento complementar e atendimento educacional especializado (AEE).

2) Ensino médio: inclui matrículas no ensino médio integrado à educação profissional e no ensino médio normal/magistério.

3) Educação especial classes comuns: as matrículas já estão distribuídas nas modalidades de ensino regular e/ou educação de jovens e adultos.

4) Educação de jovens e adultos: inclui matrículas de EJA presencial, semipresencial, EJA presencial de nível fundamental Projovem (Urbano) e EJA integrado à educação profissional de nível fundamental e médio.

A tabela revela que houve uma redução de 6,5% do total geral de matrículas no período de 2008 a 2014. A faixa de ensino que teve a maior queda em termos percentuais e absolutos no período analisado foi a de ensino fundamental, com uma queda de 11,3% ou 3,6 milhões de matrículas no período analisado.

Os autores das notas estatísticas do Censo Escolar 2016 explicam o comportamento da queda de matrículas do ensino fundamental tanto pela melhoria dos indicadores de fluxo escolar, ou seja, a uma menor distorção idade-série, quanto por a fatores demográficos.

A distorção idade-série é a proporção de alunos com mais de 2 anos de atraso escolar. O ensino fundamental é a faixa com o maior nível de retenção de alunos atrasados. Com melhores níveis de rendimento escolar, ou seja, com mais alunos sendo aprovados a ingressar nas próximas etapas de escolarização.

Como mencionado anteriormente, uma queda da faixa etária da população jovem também poderia ser uma causa para a diminuição das matrículas no ensino fundamental.

Apesar da contínua redução do nível de matrículas nos anos iniciais e finais do ensino fundamental, nota-se uma tendência de estabilização no ensino médio.

**Número de matrículas na educação básica por dependência administrativa
Brasil - 2008/2014**

Ano	Matrícula na educação básica							
	Total geral	Pública					Privada	%
		Total	%	Federal	Estadual	Municipal		
2008	53.232.868	46.131.825	86,7	197.532	21.433.441	24.500.852	7.101.043	13,3
2010	51.549.889	43.989.507	85,3	235.108	20.031.988	23.722.411	7.560.382	14,7
2012	50.545.050	42.222.831	83,5	276.436	18.721.916	23.224.479	8.322.219	16,5
2014	49.771.371	40.680.590	81,7	296.745	17.294.357	23.089.488	9.090.781	18,3
Δ% 2008/2014	-6,5	-11,8		50,2	-19,3	-5,8	28,0	

Fonte: MEC/Inep/Deed

Nota: 1) Não inclui matrículas em turmas de atendimento complementar e atendimento educacional especializado (AEE).

Ao analisar os dados divididos pela esfera pública e privada, pode-se ver tendências distintas de comportamento dos dados entre os dois setores. No setor público o comportamento de queda das matrículas é verificado, porém houve um aumento no número de matrículas em instituições privadas. Uma hipótese levantada neste trabalho é a de que apesar da redução do número de jovens em idade escolar, há um descolamento da demanda para o setor privado de educação básica em busca de maior qualidade.

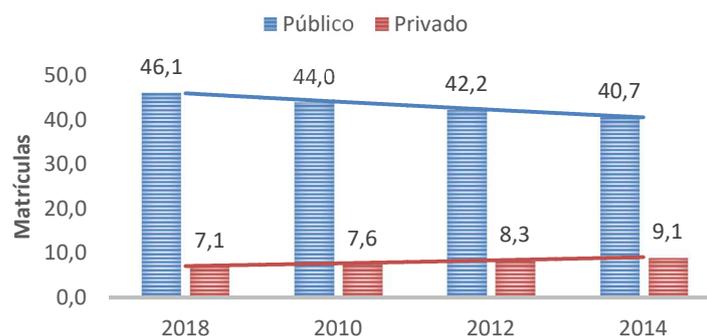
3.5 Proporção Matrículas Público/Privada

Mesmo com o decréscimo no total de matrículas nos últimos anos, o número de matrículas em escolas da rede privada tem aumentado (28% entre 2008 e 2014) devido ao aumento da proporção desse tipo de estabelecimento no total, impulsionada pelo crescimento da participação do ensino fundamental privado e do total de matrículas na educação infantil.

Além disso, observa-se um fenômeno de migração da esfera pública para a privada, possivelmente associado à ascensão da classe C que possibilitou o acesso de uma nova parcela da população à educação privada.

Na visão do INSPER (2012), o aumento da população urbana e da disponibilidade de renda, e a falta de condições das escolas públicas em atender a todos com qualidade, geraram uma maior procura pelas escolas privadas. A evolução da participação privada na educação básica pode ser observada na figura a seguir.

EVOLUÇÃO EDUCAÇÃO BÁSICA ESFERA PÚBLICA E PRIVADA



Fonte: Dados Censo Demográfico 2015

3.6 O Plano PNE 2014-2024

Em 2014, o governo redigiu o “Plano Nacional de Educação” (PNE), no qual o Ministério da Educação (MEC) redigiu o planejamento, a orientação e execução das políticas públicas e seu aprimoramento no setor de educação pelos próximos 10 anos. O PNE 2014-2024 traz 20 diretrizes, estratégias e metas, com o intuito de diminuir o analfabetismo, ampliar o acesso e melhorar a qualidade da educação brasileira.

É importante ressaltar a importância no novo PNE da vinculação da proporção dos recursos financeiros aplicados em educação em relação ao Produto Interno Bruto (PIB). A meta 20 do PNE prevê ampliar o investimento público em educação pública de forma a atingir, no mínimo, o patamar de 7% do PIB do País no quinto ano de vigência da Lei e, no mínimo, o equivalente a 10% do PIB ao final do decênio.

O primeiro PNE, de 2001 a 2011, não estabeleceu uma meta que efetivasse essa elevação, uma vez que a proposta encaminhada ao Congresso Nacional previa atingir 10% do PIB e o parlamento aprovou 7% do PIB. No entanto, o Presidente Fernando Henrique Cardoso vetou essa meta e no período do Governo de Luiz Inácio Lula da Silva o veto não foi discutido.

Os gastos com instituições educacionais aumentaram em um ritmo mais acelerado na última década do antigo plano PNE, crescendo de 3,5% do PIB em 2000 para 6,1% em 2011,

representando o maior crescimento de toda Organização para Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)⁶.

No entanto, quando calculado por estudante, o gasto público em instituições públicas de todos os níveis educacionais combinados foi de 2.985 dólares em 2011, o que é bem abaixo da média OCDE de 8.952 dólares, usando a equivalência de dólar por poder de paridade de compra. Esse valor é o segundo mais baixo entre todos os países da OCDE e países parceiros.

Dessa forma entende-se que com o novo PNE o governo brasileiro terá como objetivo um maior financiamento em programas públicos, o maior acesso à educação e a sua maior universalidade, além de um maior apoio e incentivo às instituições de ensino que atuam no setor público, como é o caso da Somos Educação no Brasil.

3.7 Ofertas de Escolas Particulares

Os dados das escolas no Brasil mostram que a oferta de escolas segue um comportamento parecido com o do número de matrículas. A tabela abaixo, retirada do Relatório do Censo Demográfico de 2015, mostra a evolução do total de escolas no setor privado e público ao longo do período de 2008 a 2014.

**Número de escolas de educação básica por dependência administrativa
Brasil - 2008/2014**

Ano	Escolas de educação básica							
	Total geral	Pública					Privada	%
		Total	%	Federal	Estadual	Municipal		
2008	199.761	164.623	82,4	265	32.792	131.566	35.138	17,6
2010	194.939	158.650	81,4	344	32.160	126.146	36.289	18,6
2012	192.676	154.616	80,2	490	31.397	122.729	38.060	19,8
2014	188.673	149.098	79,0	543	30.758	117.797	39.575	21,0
Δ% 2008/2014	-5,6	-9,4		104,9	-6,2	-10,5	12,6	

Fonte: MEC/Inep/Deed

Nota: 1) Não inclui matrículas em turmas de atendimento complementar e atendimento educacional especializado (AEE).

⁶ A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) é uma organização internacional de 35 países que aceitam o princípio da democracia representativa e economia de livre mercado, que procura fornecer uma plataforma para comparar políticas públicas.

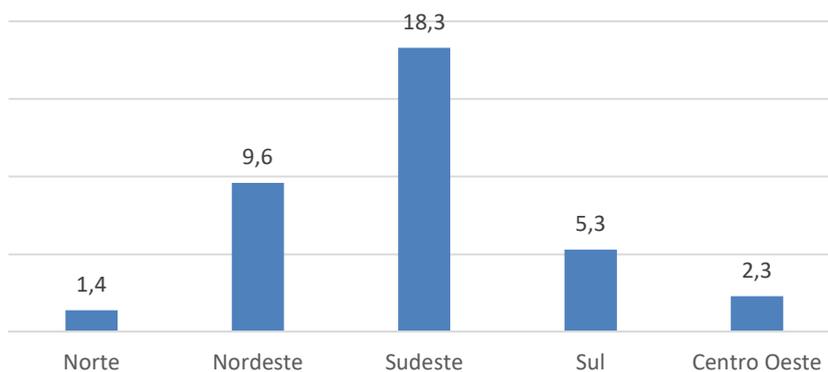
No ensino básico público houve uma queda de 9,4% do número de escolas, com uma queda relativa maior na esfera municipal, mas em contrapartida houve um aumento de 12,6% do número de escolas do setor privado.

3.7.1 O Mercado Privado Brasileiro

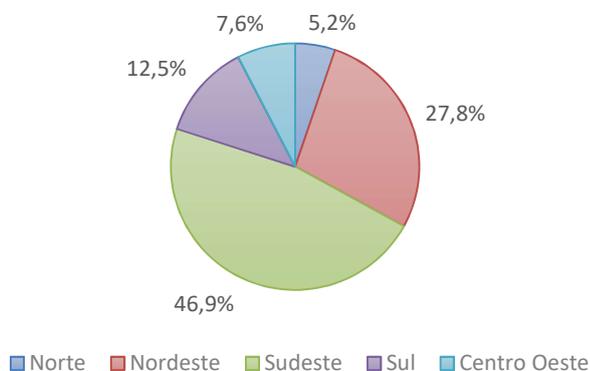
O mercado privado brasileiro é bastante fragmentado. No ano de 2014, o país possuía um total de 39,6 mil escolas particulares e 9,1 milhões de matrículas totais na esfera particular, o que quer dizer um total médio de 229 alunos por escola, um número que representa a quantidade de alunos de uma escola de porte pequeno.

Quando a extensão dessas escolas privadas por região é analisada na figura abaixo, verifica-se que a maior concentração de escolas se encontram na região Sudeste e Nordeste, enquanto nas outras regiões a penetração do número de escolas ainda é muito pequeno.

Número de Escolas Privadas por Região



Matrículas Privadas por Região/2017



Fonte: SINEPE – Notas Estatísticas Censo Escolas 2016

Essa fragmentação do setor possibilita aos players do mercado uma grande possibilidade de crescimento e futura consolidação do setor. Além disso, diversos investidores são atraídos pelas oportunidades de fusões e aquisições no setor.

Segundo o site de Relacionamentos com os Investidores da Somos Educação, os principais 5 *players*⁷ do mercado possuem apenas 5% do mercado de escolas particulares do país. Isso nos revela que a competição é bastante pulverizada e que há claras oportunidades no mercado.

Na tabela abaixo, estão representadas as poucas redes de escola que existem no Brasil, que representam no total 2% do mercado de alunos em escolas privadas.

Rede de Ensino	Alunos ('000)
Fundação Bradesco	50
SEB	39
Eleva	25
Abril	24
ALUB	14
Porto Seguro	11
Farias Brito	9
Objetivo	8
Ari de Sá	7
Bernoulli	6
Antares	6
Total em Redes de Ensino	199
Total em Escolas Privadas	8.610
Representatividade	2%

Fonte: Dados Análise de Mercado Eleva Educação 2015 – material interno

IV. SOMOS EDUCAÇÃO S.A.

4.1 Histórico da Empresa

A Somos Educação é o atualmente o maior grupo de educação básica público e privada no Brasil. Define-se educação básica como a educação que se estende desde o ensino infantil ao ensino médio. O seu portfólio conta hoje com editoras, sistemas de ensino, escolas, cursos preparatórios, cursos de idiomas e de tecnologias na educação, todos voltados ao ensino básico. Segue abaixo uma figura com os principais segmentos de negócio da companhia:

⁷ Fonte: Apresentação Institucional da Companhia Somos Educação – 5 maiores players não foram divulgados



Figura 1 - Fonte: ri.somoseducação.com.br – Apresentações Conferências

A história da companhia teve início em 2010, quando as editoras Ática e Scipione e o sistema de ensino SER, com 85 mil alunos da rede privada, pertencentes ao Grupo Abril, foram cindidos para formar a Abril Educação, primeiro nome da empresa. Com a separação das empresas, a Abril Educação pode melhorar seu foco nos negócios, atuando na produção de livros didáticos e paradidáticos e no segmento de educação.

Desde 2010 até hoje, a empresa investiu no seu crescimento orgânico e adquiriu ao longo de sua trajetória 13 marcas de diferentes segmentos de atuação no mercado de educação. A trajetória de fusões e aquisições da empresa será descrita posteriormente no tópico três desse trabalho.

A expansão da marca atraiu grandes investidores e fundos de *private equity*⁸. Em 2010 a BR Investimentos incorporou 24,7% do capital da Abril Educação.

Em 2011 aconteceu a primeira oferta de ações públicas (OPA) da Abril Educação com o objetivo de obter recursos no mercado para a sua contínua expansão. A companhia realizou a oferta pública de distribuição primária de 18.556.702 certificados de depósito de ações, representando cada um, uma ação ordinária e duas preferenciais (“Units”). O preço ofertado por Unit foi de R\$20,0 gerando um valor de Oferta Primária de R\$371.134.040 – Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição - Julho 2011.

⁸ Fundos de *private equity*: fundos que investem diretamente em empresas com o objetivo de gerenciá-las e realizar o desinvestimento em um período de longo prazo.

E em 2014 a Abril Educação concluiu a migração para o segmento “Novo Mercado” da BMF&BOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A.). As ações da Companhia passam a ser negociadas no Novo Mercado da BMF&BOVESPA sob o código “ABRE3”.

Em junho de 2015, a companhia adota uma nova identidade, com um novo nome e logo da marca, a SOMOS Educação. Seu novo código no mercado de ações passou a ser chamado de SEDU3.

Ainda no ano de 2015, houve a segunda oferta pública de ações (OPA) da Somos Educação, em virtude da alienação do controle da Companhia para o fundo de investimento gerido pela Tarpon Gestora de Recursos S.A, Thunnus Participações S.A. A gestora já havia adquirido em 2014 19,91% da Companhia, porém em 2015 passou a assumir o controle com a aquisição de 42,7% do capital da Companhia por um preço de R\$12,3 por ação.

No final do ano de 2015, houve a conclusão da oferta pública obrigatória (OPA), realizada para garantir os direitos dos minoritários, em virtude da alienação do controle da Companhia. A OPA Obrigatória foi formulada ao mesmo preço pago aos controladores por ações do bloco de controle, um valor de R\$12,3 por ação. Após a conclusão da oferta pública a gestora Tarpon passou a deter 75,9% de participação na Companhia.

4.2 Atividades Desenvolvidas pela Companhia

Os segmentos operacionais da Somos Educação são representados por (i) serviços educacionais para o ensino básico, que compõem as atividades das editoras e de sistema de ensino; (ii) serviços educacionais para ensino técnico e superior; (iii) escolas e cursos preparatórios e idiomas e; (iv) outros, que envolve a controladora Somos Educação S.A. e a holding Somos Educação e Participações S.A.

(i) Serviços Educacionais para o Ensino Básico

1. Sistema de Ensino (Anglo, Ph, SER, Maxi e GEO) – 751 mil alunos

O sistema de ensino é um conjunto de produtos e serviços educacionais oferecidos para escolas do grupo ou associadas. Tais serviços e produtos são utilizados por professores, alunos e escolas e incluem: conteúdo didático, portais educacionais, assessoria pedagógica, apoio de marketing e captação de alunos, treinamento de professores, entre outros.

2. Editoras (Ática, Scipione e Saraiva Educação)

Produção e edição de livros didáticos e paradidáticos. As editoras do grupo; Ática e Scipione possuem conteúdos digitais integrados a seus produtos editoriais e é disponibilizado em portais. A partir de 2016, com a aquisição da Saraiva Educação, a Somos Educação começou também a oferecer livros da editora Saraiva ao mercado de livros escolares.

(ii) Serviços Educacionais para Ensino Técnico e Superior

1. Sistema de Ensino Técnico (Grupo ETB)

O sistema de ensino técnico é destinado a pessoas que terminaram o ensino básico e que já querem entrar no mercado de trabalho. Diferentemente da faculdade, o ensino técnico é mais focado na parte prática e é menos duradouro do que o ensino superior. A Companhia atua nesse segmento com o Grupo ETB.

2. Ensino Superior (Saraiva Educação)

Em 2016 com a aquisição da Saraiva Educação, a Companhia passou a oferecer livros da Saraiva Educação que é líder na produção de conteúdo para a educação básica, preparatório (concursos e exames da AOB), ensino técnico e superior, com destaque para a área jurídica e de ciências sociais aplicadas (economia, administração e contabilidade)

(iii) Escolas e Idiomas

1. Escolas Próprias de Ensino Básico e Cursos Preparatórios – (Colégio Anglo, Anglo Vestibulares, Colégio Maxi, Colégio e Curso Ph e Colégio Motivo) - 31,2 mil alunos

Linha de negócio formada por escolas privadas que atendem desde o ensino infantil ao ensino médio e preparação para o vestibular.

2. Idiomas (Redballoon) – 18,3 mil alunos

A Companhia atua com uma marca nesse segmento, a Redballoon. Em 2015 a Companhia alienou 100% de sua participação na rede Wise Up.

(iv) Outros

1. Cursos preparatórios para concursos públicos (Sigma e Alfancon)

Os cursos preparatórios para concursos públicos preparam o candidato para provas de seleção para cargos públicos municipais, estaduais e federais. A Companhia atua nesse

segmento com a marca SIGA adquirida em 2010 e com a marca Alfacon adquirida em 2012, que também oferece cursos a distância.

2. Atualmente o Estatuto Social da Companhia tem como objeto social:
 - i. A editoração e edição de livros e material de ensino em geral em qualquer mídia ou tecnologia;
 - ii. A edição, publicação, divulgação, distribuição, pesquisa, desenvolvimento, produção e comercialização, no atacado e no varejo, e em todo território nacional e no exterior, de livros, apostilas, sistemas de ensino (módulos didáticos) e publicações educacionais em geral, produtos didáticos e paradidáticos, todos fixados sob qualquer natureza e forma, tais como, livros eletrônicos, especialmente livros-discos, livros-fitas, livros-disquetes e livros em forma de cd-roms, discos, fitas de áudio, compact-disc de áudio, disc-laser, vídeo ou qualquer outros que venham a ser criados para a reprodução de som e imagem, games, brinquedos educativos e similares;
 - iii. A prestação de serviços de apoio às instituições de ensino, educadores e estudantes, utilizando os canais de distribuição mais adequados às suas necessidades, na forma de informações digitalizadas, como provedor de conteúdo, na forma de dados, áudio, vídeo e voz para distribuição por meio de redes, tais como, internet, redes similares e/ou tecnologia que venha a complementá-las e/ou substituí-las no futuro;
 - iv. A atuação no mercado atacadista e varejista de materiais artísticos, didáticos, de pintura, de papelaria e livrarias, em geral, bem como na prestação de serviços pertinentes a tais atividades e na comercialização de brinquedos em geral;
 - v. A importação de todos os produtos e serviços especificados acima, assim como a representação de sociedades congêneres, nacionais ou estrangeiras, referentes àqueles produtos e serviços;
 - vi. A prestação de serviços de intermediação na venda de produto;
 - vii. O licenciamento de obras próprias e de terceiros;
 - viii. A prestação de serviços de ensino, especialmente ministrando cursos de pré-escola, ensino fundamental e ensino médio, cursos livres de ensino, incluindo curso pré-vestibular ao ensino superior, cursos profissionalizantes em geral, desenvolvendo e exercendo, ainda, toda e qualquer atividade ligada ao ramo de ensino; e

ix. A participação em outras sociedades, na qualidade de sócia, quotista ou acionista.

4.3 Trajetória de M&A – Investimentos e Desinvestimentos

Desde seu nascimento, uma das principais formas de crescimento da empresa vem sendo via aquisições de novas marcas. Ao longo de sua trajetória, a Somos Educação adquiriu 13 marcas que proporcionaram à companhia um portfólio robusto e diversificado.

Linha do tempo dos investimentos e dos desinvestimentos da Somos Educação:



Figura 2: Fonte: ri.somoseducação.com.br – Apresentações Conferências

A primeira aquisição da companhia ocorreu em 2010 com a aquisição do Sistema de Ensino Anglo, que envolve o Anglo Sistema de Ensino, o Anglo Vestibulares e o SIGA, empresa voltada à preparação para concursos públicos. Com a operação, a companhia adicionou mais 211 mil alunos de rede privada. Além disso, a rede contava com mais 38 mil alunos da rede pública. O valor da transação não foi divulgado, uma vez que a empresa ainda não era aberta ao mercado.

O negócio permitiu à Abril Educação fortalecer sua presença junto à rede privadas e sua entrada na rede pública de ensino.

Em 2011, aconteceu outra grande e marcante aquisição para a empresa. A companhia anunciou em abril de 2011 a aquisição de 100% de participação do Curso PH e do Colégio PH, atuantes no Rio de Janeiro e Niterói, que reuniam juntos 6.600 alunos. Além disso, a companhia anunciou na mesma data a compra da participação de 53% do Grupo ETB. O Grupo ETB é um Sistema de Ensino Técnico que disponibiliza uma metodologia em cursos técnicos às instituições de Ensino Superior e Escolas Técnicas do Brasil. Na época o Grupo ETB possuía

2.400 alunos no interior de São Paulo. Os valores das duas aquisições também não foram divulgados.

Ainda no ano de 2011, a Abril Educação adquiriu o controle do Sistema Maxi de Ensino. O valor da transação foi de R\$43,0 milhões, segundo a Revista Exame. O Sistema Maxi de Ensino possui uma editora (Maxiprint) e fornece material didático para a educação infantil ao pré-vestibular.

Em 2012, a companhia adquiriu 100% das ações do Sistema de Ensino Geo. O valor da transação foi de R\$44,0 milhões, segundo o Valor Econômico. O sistema fornecia na época material didático para 51 mil alunos e tem uma forte atuação no Norte, Nordeste e Centro-Oeste. A Abril Educação, por meio do sistema SER, já era fornecedora de conteúdo para a GEO. Dessa forma não houve aumento do número de alunos atendidos pela companhia.

Em outubro de 2012, a Abril Educação celebrou contrato de aquisição de 51% da Alfacon Preparatórios para Concursos por R\$4,5 milhões. Segundo a Revista Exame, o contrato também estabelecia opções de compra e venda para parte ou totalidade dos 49% de ações restantes. A Alfacon trabalha na elaboração e coordenação de cursos preparatórios para concursos públicos nas esferas federal, estadual e municipal, por meio do ensino a distância, via vídeo-aulas pela internet.

Ainda no ano de 2012, houve a compra de participação de 51% na Red Balloon, rede de escolas de inglês com forte atuação em São Paulo. A rede contava na data da aquisição com 13 mil alunos. Em 2014 a Abril Educação adquiriu o restante da participação da Red Balloon.

Além disso, no mesmo ano houve a compra de 22,7% de uma empresa de tecnologia, Edumobi, que detêm o controle na MSTech, fabricante de softwares pedagógicos. O valor da transação foi estimado em R\$25 milhões, parte destinados aos vendedores e parte no desenvolvimento de novos produtos. A rede atende 10 mil escolas que juntas detêm 8 milhões de alunos. Com a aquisição da rede, a Abril Educação passou a oferecer os novos softwares às suas escolas particulares.

No ano de 2013 a Abril Educação adquiriu 100% de participação na Wise Up por um valor estimado de R\$877 milhões (Valor Econômico). A empresa é uma das maiores no ensino inglês no país e contava na época com 76 mil alunos.

Em junho de 2013, a companhia anunciou a aquisição de 100% do capital social do Colégio Motivo, com um número de 2,1 mil alunos na época. O valor da aquisição foi de R\$103,1 milhões. A transação reforçou a presença da companhia no Nordeste.

Em julho de 2013, a Abril Educação anunciou a compra do Centro Educacional Sigma, uma tradicional escola de Brasília que conta com 3 unidades, por R\$130,0 milhões.

Em 2015 houve a alienação da Companhia da sua participação total na Wise up. O preço da alienação foi de R\$398,0 milhões.

Ainda em 2015, outro marco importante para a história da Companhia, foi a aquisição de 100% da participação da Saraiva Educação. A Saraiva Educação detém negócios de educação básica, técnica e superior do grupo Saraiva. Não foram englobados na transação as operações de varejo. O preço da transação foi de R\$750,0 milhões.

4.4 Estrutura Societária e Administrativa

Em 30 de dezembro de 2015, no seu último resultado divulgado a mercado, a Somos Educação possuía um total de 261.257.651 ações ordinárias detidas pelos acionistas, segundo o site de Relacionamentos com Investidor da empresa. O preço por ação ponderado no ano na bolsa de valores de São Paulo foi de R\$13,65. Dessa forma o valor de mercado da empresa no final do ano de 2015 foi de R\$3,6 bilhões.

A composição acionária da empresa encontra-se conforme a tabela abaixo. O controlador atual da empresa é a gestora Tarpon Gestoras de Recursos S.A. com uma participação de 75,9% na Companhia.

O “*free float*”⁹ mencionado na tabela abaixo representa a quantidade de ações em poder de outros investidores.

Investidor	Quantidade de ações	%
Pacific Mezz Investco Sarl – GIC	48.394.524	18,5%
Tarpon Gestora de Recursos S.A.	198.258.658	75,9%
Outros – “free flot”	14.148.769	5,4%

⁹ “free float shares” – ações disponíveis para negociação na bolsa de valores.

Ações em tesouraria	445.700	0,2%
Total	261.257.651	100,0%

Fonte: Formulário de Referência 2016 - Data base de 30 de dezembro de 2015.

Listado no Novo Mercado, segmento de maior nível de governança corporativa da BMF&BOVESPA, criado em dezembro de 2000 com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias, segundo o relatório do BMF&BOVESPA sobre o Novo Mercado.

A empresa Somos Educação possui um Conselho de Administração composto por nove membros, sendo sete membros efetivos e 2 membros suplentes. Dentre os sete membros efetivos, três são conselheiros independentes, com base nos critérios do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Eles foram eleitos pela Assembleia Geral, no dia 29 de abril de 2016, com um mandato de dois anos.

O Conselho de Administração é responsável pelo estabelecimento das políticas e diretrizes gerais de negócio da Companhia, incluindo sua estratégia de longo prazo, o controle e fiscalização do seu desempenho. Além disso é responsável pela supervisão dos Diretores.

Além do Conselho de Administração, a Somos Educação possui um Comitê de Assessoria, os quais não tem poder executivo ou deliberativo. As decisões tomadas em Comitês de Assessoria são meramente indicativas e não condicionam a atuação do Conselho de Administração ou de qualquer outro órgão interno. Atualmente a Somos Educação possui dois Comitês de Assessoria como descritos abaixo.

1. Comitê de Cultura e Organização

Foi constituído em 2014 pelo Conselho de Administração em substituição ao antigo Comitê de Recursos Humanos e Remuneração.

2. Comitê de Auditoria e Risco da Companhia

Foi constituído em 2015 pelo Conselho de Administração

Na última Assembleia Geral do dia 29 de abril de 2016 da Somos Educação não foi solicitada pelo Conselho de Administração a instalação de um Conselho Fiscal para o exercício social de 2016. Um Conselho Fiscal de uma companhia é um órgão separado, independente da administração e dos auditores independentes. Ele visa fiscalizar os atos dos administradores,

examinar as demonstrações contábeis e denunciar erros, fraudes ou crimes que tiverem conhecimento ao Conselho de Administração.

Além disso, as regras do Novo Mercado exigem o atendimento de outros requisitos, além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.). Dentro os requisitos para a listagem do Novo Mercado, o regulamento do mesmo prevê:

- Conceder a todos os acionistas o direito de venda conjunta (“tag along”), em caso de alienação do controle acionário da Companhia, devendo o adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas, oferecendo para cada ação o mesmo preço pago por ação do bloco controlador;
- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- Direito ao dividendo mínimo obrigatório, em cada exercício social, equivalente a 25,0% do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;
- Em caso de cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&F BOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;

4.5 Estratégias e Vantagens Competitivas

4.5.1 Foco no Mercado de Atuação do Setor Básico

A maior receita das atividades da Companhia é proveniente dos serviços educacionais prestados à educação básica. Além de ser um mercado maior do que o superior - considerando apenas escolas e descartando editoras e sistemas de ensino - com pelo menos R\$1,5 milhões de estudantes a mais, o valor de mercado derivado das mensalidades é de R\$5,0 bilhões maior (Dados de 2014 apresentados à APIMEC 2015)

Além disso, o mercado de educação básica ainda é muito fragmentado e que pode ainda ser muito explorado. Os cinco maiores concorrentes desse mercado privado atendem apenas 5% do número de estudantes do país.

A curva de desistência dos alunos do ensino superior é mais grave. No ensino primário e secundários, dos quais o ensino básico engloba, a taxa de desistência do aluno é de 10% e de 25% respectivamente, enquanto no ensino superior é de 50%.

4.5.2 Expansão para o setor público – Abraçando um novo mercado

Além do setor privado, a Companhia disponibiliza livros para escolas públicas, através dos planos PNLD (Programa Nacional do Livro Didático) e EJA (Educação de Jovens e Adultos) aumentando sua receita para além do setor privado. Nos dois planos o governo subsidia o trabalho pedagógico através da distribuição de livros didáticos aos alunos, produzidos e editados pelas editoras da Somos Educação.

4.5.3 Portfólio Diversificado

Como o portfólio da Somos Educação é bastante diversificado. Com mais de 20 marcas em seu portfólio, a Companhia fica menos sujeita a ciclos e a riscos. Com diferentes marcas e em diferentes segmentos, a Companhia não fica exposta a apenas um setor em tempos de crise.

4.5.4 Liderança no mercado

A Somos Educação já é líder no mercado de sistema de ensino, com uma fatia de 18,4% do mercado; no mercado de editoras, com uma participação de 19,2% do mercado privado e de 28,3% no mercado público; e a quinta maior do mercado de escolas e cursos, com 0,4% do mercado. *(Dados da apresentação aos investidores de 2015)*

Com uma liderança em seu negócio, consegue captar recursos via mercado de capitais mais facilmente devido sua solidez e liquidez da ação e ter maior facilidade na negociação com seus fornecedores.

Com a tamanha quantidade de alunos, a Companhia tem escala suficiente para realizar compras diretamente de fabricantes e não depender de um fornecedor específico, uma vez que os insumos (papéis) pode ser fornecida para uma gama diversa de empresas.

4.5.5 Crescimento via Expansão

O histórico de crescimento da Companhia vem sendo via aquisição de novas marcas. Ao longo dos anos a Somos Educação conseguiu implementar com sucesso a sua estratégia de crescimento, e ao mesmo tempo manter o padrão de qualidade.

4.5.6 Ganhos de Eficiência através de Escala e Controle de Custos

A Companhia chegou em 2016 a um total de 993 mil alunos apenas no ensino básico. Dessa forma a Somos Educação, com uma grande quantidade de clientes, consegue cada vez mais aumentar seus ganhos de escala. Além disso, existe uma gestão operacional sólida na empresa e um controle rígido de custos aumentando a eficiência operacional da Empresa.

4.6 Órgãos Reguladores

O principal órgão de regulamentação educacional no país é o MEC (Ministério da Educação). O MEC formula e avalia a política nacional de educação, zela pela qualidade de ensino e pelo cumprimento das leis que regem o atual sistema de ensino. O MEC é auxiliado pelo Conselho Nacional de Educação (“CNE”), que possui atribuições normativas, deliberativas, de forma a assegurar a participação da sociedade no aperfeiçoamento da educação nacional. O CNE é composto pela Câmara de Educação Básica (principal órgão federal de regulação do ensino básico) e pela Câmara de Educação Superior (principal órgão federal de regulação do ensino superior), cada um deles composto por 12 membros indicados pelo Presidente da República.

O Ensino Básico é regido por uma lei, Lei das Diretrizes e Bases (LDB) que regula, em âmbito nacional, a base comum do currículo, a carga horária e a presença mínima em aulas e a promoção de série.

A Educação Profissional é regulada pela Lei das Diretrizes e Bases e pelo Decreto nº 5154. A educação profissional é desenvolvida em articulação com o ensino regular ou por diferentes estratégias de educação continuada, em instituições especializadas ou no ambiente de trabalho. Cada unidade no Ensino Técnico (ETB) é regulada de acordo com a lei, sendo que cada uma nova unidade precisa obter a autorização da SEDUC (Secretaria da Educação) para o seu funcionamento.

Não há regulamentação específica para o exercício das atividades de edição de livros e de sistema de ensino, que se refere à necessidade de obtenção de autorização governamental para a realização de tais atividades.

Os cursos Pré-Vestibular e Preparatórios para Concursos Públicos são livres do ponto de vista regulatório.

Com a preocupação na obtenção de autorizações governamentais, o histórico da relação das Somos Educação com a administração pública sempre foi positivo. A Companhia obteve normalmente todas as licenças e autorizações governamentais necessárias para exercer suas atividades.

4.7 Fatores de Risco

Uma decisão de investimento deve levar em consideração os riscos a que a empresa está exposta, além da avaliação financeira e estratégica. Esses riscos podem ser relacionados a fatores macroeconômicos, aos setores que a Somos Educação está inserida e os específicos da própria empresa.

4.7.1 Condições Macroeconômicas Adversas

Condições macroeconômicas adversas, tais como recessão e desemprego, causam efeitos adversos para a Companhia. Uma vez que a maior parte da receita da Somos Educação é proveniente do setor básico privado, uma recessão pode causar dificuldade na retenção e na atração de alunos nas suas escolas próprias na compra dos serviços de sistema de ensino pelas escolas associadas e franqueadas de idiomas.

Apesar de o ensino básicos ser um bem essencial e de prioridade, em momentos de crise, pais podem transferir seus filhos para escolas públicas ou procurar preços mais atraentes no mercado competidor. O mesmo raciocínio aplica-se às escolas parceiras. Escolas associadas poderiam não renovar seus contratos com a Companhia em tempos de crise. Além da Companhia perder com a queda de mensalidades, haveria também queda da receita com sistema de ensino.

Além disso, parte da receita da Companhia provém do programa de compra de livros do Governo Federal. Em uma recessão, o governo pode não mais contratar os serviços da Somos Educação, o que implicaria em uma queda de sua receita no segmento das editoras.

4.7.2 Riscos de Regulamentação

Outro risco associado a esse negócio é a regulamentação que o setor de educação está sujeito. Como dito anteriormente na sessão de Órgãos Regulatórios, o setor de educação está sujeito a regulamentação do MEC (Ministério da Educação). A Companhia pode não ser capaz de cumprir as leis e os regulamentos aplicáveis ao setor educacional e manter os credenciamentos, autorizações e reconhecimentos válidos para o futuro. A Companhia pode ser prejudicada por qualquer alteração nas leis e regulamentos aplicáveis às empresas do setor do ensino médio e fundamental. Tais alterações podem ser relacionadas a mudança de conteúdo no material didático ou imposição de controles de mensalidade ou restrições sobre os níveis de lucratividade.

4.7.3 Riscos associados aos Controladores

Um risco associado ao negócio da Somos Educação é o relacionado aos controladores. Como a Tarpon Gestora de Recursos S.A. possui mais do que 75% do capital social da Companhia, ela tem capacidade de eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração, deliberar sobre qualquer assunto que exija a aprovação dos acionistas, inclusive operações com partes relacionadas, reorganizações societárias, alienações, sociedades e o montante e período de pagamento de dividendos futuros. Os interesses dos acionistas controladores da Companhia poderão diferir daqueles dos acionistas não controladores.

4.7.4 Riscos de não participação no Programa Nacional do Livro Didático

Uma parcela significativa da receita de venda das editoras e sistema de ensino decorre da venda de livros para o Governo Federal. Para o fornecimento de livros didáticos no âmbito do Programa Nacional do Livro Didático para o ensino básico (ensinos fundamental e médio) (“PNLD”), as editoras precisam submeter previamente o conteúdo de suas obras à avaliação pedagógica da Secretaria de Educação Básica do Ministério da Educação e Cultura (“MEC”), conforme critérios pré-divulgados em editais. A avaliação é realizada por uma banca de acadêmicos escolhidos anualmente pela Secretaria de Educação Básica do MEC, que define e publica uma lista de obras aprovadas. A partir dessa lista, cerca de dois milhões de professores das instituições de ensino público selecionam os livros que serão adotados pelas escolas públicas.

Existem riscos relacionados a má interpretação dos critérios divulgados pela Secretaria de Educação Básica do MEC nos editais do PNLD e assim a submissão dos materiais será feita de forma inadequada. Além disso, é possível que os professores da rede pública não escolham os livros didáticos editados pela Companhia.

Se, por qualquer razão, a Companhia estiver impedida de participar nos programas oficiais de compra de livros pelo Governo Federal ou os livros editados não forem aprovados em tais programas, a empresa irá sofrer impactos adversos significativos.

V. ESTUDO DE CASO – O MODELO DE “VALUATION”

Para realizar o estudo de caso de uma empresa através do método de fluxo de caixa descontado é necessário analisar o demonstrativo de resultado, conhecido como DRE e o Balanço Patrimonial. É com base neles que são projetados os fluxos de caixa futuros da companhia. Depois de realizada essa projeção, calcula-se a taxa de desconto, conforme será mostrado nesse capítulo, e, por fim, chega-se ao valor justo. Para concluir se a empresa deve receber uma recomendação de compra/venda, deve-se comparar com o valor que está sendo negociado na Bolsa de Valores no momento e capturar o *upside* – se o valor justo do modelo está acima do valor da ação negociado/*downside* - se o valor justo do modelo está abaixo do valor da ação negociado.

Nesse capítulo serão apresentadas as principais linhas que compõem o DRE da empresa e também as premissas adotadas para realizar as projeções futuras.

O ponto inicial da projeção é a receita bruta. Em seguida, projetam-se os impostos sobre a receita a fim de encontrar a receita líquida. Em seguida, calculam-se as despesas da companhia e chega-se ao EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Descontando-se os valores da depreciação, amortização, resultado financeiro e o imposto de renda, encontra-se o lucro líquido. E por fim, são realizados os últimos ajustes para encontrar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista, ou seja, soma-se a depreciação e amortização por serem mudanças não monetárias e incluem-se qualquer despesa de capital.

5.1 Receita Líquida

As principais fontes de receita da empresa Somos Educação advêm daquelas geradas pelo seu portfólio, calculada de acordo com a sua participação no empreendimento. Podemos dividir as receitas em cinco grandes linhas para a realização do fluxo de caixa: Receita com editoras, sistema de ensino, escolas e cursos preparatórios, idiomas e produtos complementares, como ensino técnico e superiores.

Parte-se no modelo diretamente da receita líquida de deduções, uma vez que a companhia não divulga a receita bruta por segmento de negócio.

5.1.1 Receita de Editoras

A receita com as editoras da companhia consiste na venda de livros para o setor público e privado de escolas. Atualmente é mais comum escolas negociarem a compra de livros didáticos diretamente com as editoras e cabe à editora a responsabilidade pela distribuição de livros. As vendas de livros da empresa são impactadas pelas atividades editoriais e de sistemas de ensino. As empresas que compõem o segmento de editoras da Somos Educação, são as editoras Ática e Scipione e a editora Saraiva.

As linhas de receita de editoras são influenciadas pela grande sazonalidade do segmento editorial, impactando o capital de giro da companhia ao longo do ano. As vendas apresentam concentração acentuada no primeiro e no último trimestre de cada exercício social, quando é realizada a maior parte das vendas dos livros didáticos e paradidáticos.

A venda de livros para as escolas de ensino básico do setor público é através do Programa Nacional do Livro Didático (PNLD). O PNLD compra e distribui obras didáticas aos alunos do ensino fundamental e médio. O programa é executado em ciclos trienais alternados para a manutenção da uniformidade da alocação de recursos do FNDE (Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação) no programa. Dessa forma, para evitar grandes oscilações de compras e considerando que cada livro é utilizado pelo prazo de três anos, as compras integrais para alunos de 1º a 5º série do ensino fundamental, de 6ª a 9ª série do ensino fundamental e dos três anos do ensino médio ocorrem em exercícios alternados. Nos intervalos das compras integrais, são feitas reposições, por extravios ou perdas. Os livros consumíveis são adquiridos e distribuídos anualmente pelo fundo.

A fim de simular essa sazonalidade da venda de livros do mercado público para o futuro foi feito usado o *market share*¹⁰ da companhia na venda de livros para o Programa PNLD nos anos de exercício do segmento de ensino e um percentual de recompra de livros desse segmento para os próximos 2 anos, no qual não há vendas integrais desse material didático.

Além disso, é usado para a projeção da venda de material didático de cada ciclo alternado, um percentual de crescimento adicional no exercício da compra do livro de um segmento. Esse percentual é baseado na diferença do ciclo da venda de um segmento para o outro ciclo da venda do material do mesmo segmento.

¹⁰ Market share – participação da empresa no mercado.

Na simulação da venda de livros para o mercado privado, o modelo se baseia em um percentual fixo, igual ao mesmo trimestre do ano anterior. Dessa forma, o modelo consegue capturar a os desvios sazonais de cada período.

O ticket médio da venda de livros também varia bastante ao longo do ano seguindo o mesmo comportamento da demanda de livros. Para reproduzir o ticket médio da venda de livros para os anos futuros é usada a taxa crescimento da inflação do trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior. Os dados trimestrais de inflação são calculados de acordo com os números divulgados pelo Banco Central sobre as expectativas de mercado futuro e índice de preços.¹¹

5.1.2 Receita de Sistema de Ensino

Os sistemas de ensino tradicionais da Somos Educação contam com as marcas Anglo, SER, PH, Maxi, GEO e Ético e atenderam em 2016 cerca de 858 mil alunos, matriculados nas mais de 2.630 escolas parceiras, tanto na rede privada quanto na rede pública.¹²

Os sistemas de ensino são vendidos anualmente para as escolas parceiras de forma integrada, ou seja, a escola paga para a provedora de conteúdo um valor por aluno, e tem acesso a todos os produtos e soluções oferecidos durante o ano letivo. No mercado de escolas privadas, a venda é negociada individualmente com os proprietários de cada escola ou rede de escolas e, no mercado de escolas públicas, a venda se dá por meio de licitação pública instalada pela prefeitura e/ou secretaria de educação municipal.

A venda de apostilas/sistema de ensino também sofre uma sazonalidade ao longo do ano. Semelhante as vendas das editoras, elas apresentam concentração acentuada no primeiro e no último trimestre de cada exercício social, quando é realizada a maior parte das vendas de sistema de ensino.

Nos últimos 3 anos a receita líquida advinda da venda de sistema de ensino aumentou por volta de 36%, devido a aquisição da Saraiva no início de 2016, ao crescimento na quantidade de alunos que adotaram o sistema de ensino da companhia e o aumento de preços praticados no mercado.

¹¹ Site de previsões da inflação do Banco Central:
<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/?wicket:interface=:0:1::>

¹² Dados de 2017 extraídos do Formulário de Referência da Companhia

Em mil R\$	2014	2015	2016	Δ
Receita Líquida	2.561	3.029	3.489	36%

Quadro 1: Crescimento de Receita de 2014 a 2016

Fonte: Formulário de Referência da Companhia de 2017.

Para projetar-se a receita líquida para os próximos anos, multiplica-se a quantidade de alunos que pagam pelo sistema de ensino no trimestre e o ticket médio da apostila em cada período.

Usa-se como premissa, que o preço da apostila aumenta ao longo do tempo em função do crescimento da taxa de inflação, que é divulgada mensalmente Banco Central.

Para projetar a quantidade de alunos a usarem o material didático a cada trimestre, parte-se da premissa de que haverá um crescimento proporcional da base de alunos versus o mesmo trimestre do ano anterior. Essa crença é sustentada no modelo de longo prazo¹³ para o crescimento de livros vendidos para o setor público.

Já para o crescimento de livros vendidos para o setor privado, projeta-se no modelo de longo prazo um aumento de sistema de ensino vendidos igual ao trimestre anterior, dado que não existe uma sazonalidade tão acentuada na venda de livros para o mercado privado. E ao longo do tempo esse crescimento vai diminuindo.

Essa premissa de caimento gradual da taxa de crescimento ao longo do tempo é adotada no modelo, devido ao atingimento cada vez maior de receita de livros e atingimento da demanda no mercado (quão maior a receita for, maior a representatividade em termos absolutos esse crescimento irá ter).

5.1.3 Receita de Escolas e Cursos Preparatórios

A receita da linha de negócios de escolas próprias de ensino básico e cursos preparatórios para o vestibular é formada pelas atividades das escolas privadas que atuam desde a pré-escola até o ensino médio e cursos de preparação para o vestibular. Em 2016 a companhia atendeu um total de 30,1 mil alunos, matriculados em 28 escolas próprias de ensino básico e 3 cursos preparatórios próprios para o Vestibular, totalizando 31 unidades.¹⁴

¹³ Modelo de Valuation confeccionado pelo autor

¹⁴ Formulário de Referência 2016

No segmento de Escolas Próprias, não se verifica sazonalidade, uma vez que a prestação do serviço é estabelecida por um contrato de vigência anual, com contrapartida mensal do serviço.

No segmento de Cursos Preparatórios, a sazonalidade se verifica de acordo com os cursos oferecidos para preparação para o vestibular e o ENEM: modo Extensivo (março a dezembro), Turmas de Maio (maio a dezembro), Semestral (março a junho), Semi (agosto a dezembro) e Intensivo (outubro a dezembro).

A receita dos serviços prestados pelas escolas e cursos preparatórios próprios advêm das mensalidades pagas mensalmente pelos alunos, da venda de material didático ou sistema de ensino e de receitas de serviços extras prestados nas escolas. Como no modelo analisa-se a receita já acumulado e líquida dos impostos não há a abertura e projeção de outros tipos de receita desse segmento na construção teórica do modelo.

Para projetar a receita das escolas o modelo baseia-se na quantidade de alunos cursando as escolas e o ticket médio pago por eles. O ticket médio é projetado ao longo dos alunos pelo acréscimo da inflação e o número de alunos é calculado como uma combinação do percentual de crescimento fixo ao longo dos trimestres (média do crescimento dos trimestres do último ano), o número de alunos fixos por unidade (número médio de alunos por escola) e um número fixo de unidades novas por ano (premissa de crescimento gradual ao longo do tempo).

O modelo considera a aquisição das novas unidades ao longo dos anos, uma vez que aumenta consideravelmente a base do número de alunos e o aumento do ticket médio por aluno.

5.1.4 Receita de Idiomas

A receita de idiomas da companhia é composta pela receita do grupo Ometz (Wise Up, Wise Up Teens e You Move), denominado “Grupo Wise Up” nesse documento, no qual a Companhia alienou 100% de sua participação em dezembro de 2015 e da marca Red Balloon, que atualmente atende 21,5 mil alunos em 95 unidades, entre elas próprias, franquias e In-School.¹⁵

Calcula-se a receita do grupo Wise Up pela quantidade de alunos das unidades de ensino, já acrescida a quantidade de matrículas do período e expurgada a taxa de evasão, multiplicada pelo ticket médio do trimestre. O ticket médio de cada trimestre cresce de acordo

¹⁵ Modelo In-School – A companhia oferece aulas de inglês na escola que o aluno cursa.

com a inflação do período. Desconta-se da receita do grupo Wise Up uma comissão de vendas de material didático que reduz a receita em um percentual por ano.

A receita das unidades Red Balloon é composta também pela quantidade de alunos matriculados no trimestre e o ticket médio acrescido trimestralmente pela taxa de inflação do período. Para projetar o número de alunos para o futuro, usa-se um crescimento da base de alunos igual ao último trimestre com um caimento gradual ao longo do tempo. Acredita-se que a medida que a receita desse mercado cresce e demanda for sendo suprida, menos espaço a Companhia terá para crescer nesse mercado ao longo dos anos. Além disso, entende-se que esse mercado chega a uma certa maturação, não tendo o mesmo crescimento ao longo do tempo, do que no previsto de seu início e introdução no mercado.

5.1.5 Receita de Produtos Complementares

A Receita de produtos complementares da companhia é a receita dos cursos que não são englobadas nas receitas de sistema de ensino, editoras, escolas e cursos, idiomas, ensino técnico e superior. As receitas de cursos complementares são provenientes de serviços complementares como treinamento de lideranças, plataforma de testes, diagnósticos e dúvidas online, e cursos de formação de professores.

Pode-se perceber que a receita de produtos complementares no DRE disponibilizado no Relatório Financeiro se reduz em 2016. Como estamos projetando essa receita para futuro, traça-se um crescimento baseado na inflação de longo prazo divulgada anualmente pelo Banco Central, ou seja, considera-se que essa receita ficará constante para os próximos anos.

Se nos baseássemos nos últimos anos de queda de receita para o futuro, esse tipo de mercado deveria ser extinto na empresa.

5.2 Custos e Despesas Totais

Os custos totais podem ser divididos em duas partes: os que implicam um desembolso da Somos Educação e o que seria chamado de um custo não-caixa, como, por exemplo, a depreciação.

Um dos maiores custos da companhia, nos quais há necessidade de desembolsos são os custos com mercadorias vendidas. Eles estão diretamente relacionados aos estoques de livros da empresa e representam a baixa efetuada nas contas de estoques por vendas realizadas no período.

Como é um custo associado a produção de livro é usual medi-lo como um indicador de desempenho. No modelo uma métrica usada é:

$$\frac{\text{Custo de Mercadoria}}{\text{Número de Livros}}$$

Dessa forma calcula-se qual é o custo de produção de um livro.

Outros custos da companhia, no qual há desembolso de caixa, são os custos ligados a produção dos produtos e dos serviços, são eles: custo de mão de obra, energia elétrica, água, matéria prima, etc.

Ao extrair os custos da linha de “Receita Líquida”, encontramos o lucro bruto. Deduzidas as despesas administrativas, de depreciação e de vendas, chega-se ao EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), também chamado de “Lucro Operacional”.

Para projeção de todos os custos foi utilizado um crescimento da inflação, extraída do relatório do Banco Central de projeções de índices de mercado¹⁶.

As despesas contabilizadas na DRE para se chegar ao resultado líquido da companhia são as despesas operacionais. Para projetar essas despesas para o futuro, usa-se um percentual fixo de crescimento dessa linha em relação a receita. Dessa forma tem-se uma maior visibilidade de quanto se gasta em termos de despesa por receita gerada, ou seja, sua margem.

A tabela abaixo, mostra como chega-se, no modelo de longo prazo, ao EBITDA da companhia.

¹⁶ Fonte: <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico>

DRE CONSOLIDADO	2016	2017	2018	2019	2020
Receita Líquida	2.229.323	2.357.029	2.424.149	2.605.357	2.767.535
Custos dos produtos e serviços	(264.057)	(214.138)	(389.508)	(396.217)	(394.289)
Lucro Bruto	1.965.266	2.142.892	2.034.641	2.209.140	2.373.245
Despesas Vendas, Gerais e Adm.	(890.586)	(848.959)	(823.259)	(824.813)	(843.823)
EBIT	1.074.680	1.293.933	1.211.382	1.384.327	1.529.423
<i>Margem EBIT</i>	48,2%	54,9%	50,0%	53,1%	55,3%
Depreciação + Amortização	127.313	107.273	104.443	111.455	114.106
EBITDA Ajustado	1.201.994	1.401.206	1.315.824	1.495.782	1.643.529
<i>Margem EBITDA</i>	53,9%	59,4%	54,3%	57,4%	59,4%
Receitas financeiras	102.900	83.200	83.200	83.200	83.200
Despesas financeiras	(333.400)	(332.400)	(332.400)	(332.400)	(332.400)
Variação cambial líquida	881	692	692	692	692
Lucro antes do IR e CS	972.375	1.152.698	1.067.316	1.247.274	1.395.021
Imposto de renda e contribuição social	(330.607)	(391.917)	(362.888)	(424.073)	(474.307)
Lucro do Exercício	641.767	760.781	704.429	823.201	920.714

Tabela: DRE anual projetado pelo autor

Fonte: Formulário de Referência de 2016 disponibilizado pelo site de RI e projeções feitas pelo Autor de acordo com as premissas descritas nesse documento.

Para avaliar os aspectos operacionais do resultado do exercício é muito usual usar a margem EBITDA como indicador. A margem EBITDA consegue nos ajudar a medir a produtividade e eficiência do negócio ao longo do tempo.

5.3 Investimentos em Expansões e Desenvolvimento

Como a companhia tem um histórico de expansões/aquisições, desde 2010 a companhia concluiu 16 aquisições e 8 expansões orgânicas de escolas próprias, considera-se no modelo a abertura de pelo menos 2 unidades de escolas próprias por ano. Essa premissa de crescimento é adotada, uma vez que existe muita grande oportunidade de consolidação da Companhia no mercado de ensino básico no Brasil, dado a sua grande pulverização de capital entre as grandes empresas controladas do mercado.

Além disso há uma projeção de investimento editorial em cada trimestre. O investimento em desenvolvimento editorial é necessário ser feito constantemente, uma vez que é um fator essencial da estratégia de crescimento da companhia atingir cada vez mais um maior nível de qualidade, melhorando os atuais produtos e introduzindo novos produtos para se adaptar às mudanças tecnológicas no setor de educação. A título ilustrativo, o lançamento contínuo e a

popularização de novas tecnologias e equipamentos utilizados no setor de educação, tais como os *tablets* que funcionam como equipamentos digitais de leitura de livros, representam uma nova e dinâmica forma de distribuição de conteúdo.

5.4 Lucro Líquido

Calculado o Lucro Operacional, para chegar ao Resultado Operacional ou Lucro Antes Tributação deve-se descontar o Resultado Financeiro, que contempla as receitas e despesas financeiras. Ao retirar o valor pago de impostos e juros, chega-se ao Lucro Líquido.

Em relação ao resultado financeiro, foi levado em conta o perfil da dívida da companhia no final do ano de 2016.

Como a empresa Somos Educação está no regime de tributação Lucro Real, o imposto de renda foi calculado conforme a alíquota efetiva de 34%. O imposto é baseado sobre o lucro líquido depois da contabilização do resultado financeiro, amortização e depreciação.

5.5 Fluxo de Caixa Livre

Com a projeção do lucro líquido é possível montar o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista. Conforme explicado no primeiro capítulo, é preciso retornar com a depreciação que foi descontada anteriormente. Isso ocorre porque devemos levar em consideração o que efetivamente foi desembolsado.

Em seguida inclui-se na conta todo o *CAPEX*¹⁷ previsto para os projetos em desenvolvimento da companhia. O *CAPEX* é, portanto, o montante de investimentos realizados em equipamentos e instalações de forma a manter a produção de um produto ou serviço ou manter em funcionamento um negócio ou um determinado sistema. O próximo passo é calcular o capital de giro da empresa.

O capital de giro pode ser entendido como a quantidade de dinheiro que a empresa precisa para operar regularmente. E este recurso financeiro está alocado no estoque, nas contas a receber, no caixa ou na própria conta corrente da empresa.

Dessa forma, o capital de giro considera como:

- Contas a receber: Clientes, Impostos Recuperáveis e Outros Ativos Circulantes
- Contas a pagar: Fornecedores, Impostos a Pagar, Salários e Outros Passivos Circulantes

¹⁷ Capex – CAPEX é a sigla da expressão inglesa capital expenditure e que designa o montante de dinheiro despendido na aquisição e bens de capital de uma determinada empresa.

- Estoques: mercadoria para revenda, produtos acabados, produtos em elaboração, matérias-primas

Desta forma, conseguimos encontrar o Fluxo de Caixa da Firma. Para o Fluxo de Caixa ao Acionista, deve-se levar em consideração o cálculo da variação da dívida e o cronograma de amortização, ambos de acordo com os dados divulgados pela empresa companhia.

5.6 Taxa de Desconto

Conforme explicado no primeiro capítulo, para chegar ao valor presente do fluxo de caixa, utiliza-se no modelo o custo do capital próprio (K_e) para fazer o Fluxo de Caixa Livre ao Acionista. Para isso, foi utilizado o modelo CAPM, explicado no capítulo II desse documento.

5.6.1 Taxa Livre de Risco

Como mencionado na sessão 2.3.11, Damodaran descreve o melhor método de cálculo da taxa livre de risco, como a soma da componente específico do risco do país em que a empresa atua, mais o componente de risco a taxa de juros livre de risco norte americana, levando em consideração o ambiente macroeconômico, onde a empresa está inserida.

Dessa forma para o cálculo da taxa livre de risco foi utilizado o T-Bond americano com vencimento em 10 anos, por representar um ativo livre de risco, a um valor de 2,00%, de acordo com os dados divulgados da Bloomberg e adicionar a essa taxa um prêmio de risco do país de origem da Companhia, que captura o risco em que a empresa está inserida. No caso da empresa Somos Educação, o risco associado ao prêmio de risco do país é 3,6%, no qual chama-se de Risco Brasil. Essa taxa foi retirada da Bloomberg do título de 5 anos conhecido como “CDS BR 5 YR”. Somando a taxa livre de risco americana mais a brasileira, chegamos a um valor de prêmio de risco de 5,6% para a Companhia.

É comum utilizar títulos emitidos pelo governo como referência de ativo livre de risco, uma vez que o governo é emissor de moeda e assim o risco de não honrar com seus compromissos é muito baixo.

O CDS¹⁸ é um instrumento financeiro negociado por investidores no mercado de renda fixa para especular ou fazer hedging¹⁹, caso uma empresa entre em descumprimento da sua dívida. Países mais arriscados possuem m CDS mais caro e países menos arriscados possuem

¹⁸ Sigla para Credit Default Swap.

¹⁹ Instrumento que visa proteger operações financeiras contra o risco de grandes variações de preço de um determinado ativo.

um CDS menor. O CDS é um contrato muito utilizado no mercado financeiro para representar o risco de crédito.

5.6.2 Beta

O Beta é o coeficiente angular da equação de regressão do modelo CAPM, explicado na sessão 2.0 desse documento. Ele mede o risco sistemático (específico) do ativo, refletindo a variação da ação de uma empresa em relação à variação de um “benchmark”. Em empresas listadas na bolsa, o “benchmark” utilizado é o Ibovespa.

Extraíndo o índice *Beta* da empresa Somos Educação em relação ao índice Ibovespa da ferramenta *Bloomberg*, ele tem o valor de 1,5. O índice Beta nos permite diferenciar ativos defensivos de ativos agressivos, pois ele é um indicador que mede a sensibilidade de um ativo em relação ao comportamento de uma carteira que represente o mercado, no qual ele está inserido.

O Índice beta varia de 0 a 1 e por convenção, quando ele está entre 0,7 e 1,5, ele é considerado sensível. Isso significa que a ação da Empresa negociada na Ibovespa oscila significativamente de acordo com as flutuações de sua carteira de ativos.

O índice beta de 1,5 é considerado alto, e significa que o ativo tem 1,5x mais risco do que o mercado. Espera-se que quando o índice Ibovespa subir 1% em um dia, a ação da Somos Educação subirá 1,5% na teoria.

De acordo com esse índice, conclui-se que a correlação entre a ação da Somos Educação e a Bovespa é alta, devido à grande liquidez do papel no mercado. O seu preço oscila mais do que o Ibovespa, na média.

5.6.3 Prêmio de Risco

O prêmio de risco do mercado deve ser interpretado como o retorno adicional exigido pelos investidores pelo risco percebido tanto no ambiente macroeconômico, quanto microeconômico. Ele também reflete a aversão ao risco dos investidores, ou seja, quanto maior for a percepção de risco, maior será o prêmio exigido para investir nesse ativo em detrimento do ativo livre de risco. O cálculo é baseado no histórico de diferença do retorno de mercado (R_m) e do rendimento do ativo livre de risco (R_f).

Para estimar o prêmio de risco-país, Damodaran (2009, p.170) aponta a abordagem que explora o *spread* de inadimplência sobre bônus emitidos por cada país, que mede a diferença entre os bônus em dólar emitidos pelo país e a taxa do bônus do Tesouro americano.

Assim consegue-se no site: www.damodaran.com, calcular o prêmio de risco americano com base na série de dados do índice S&P 500 (Standard & Poor's)²⁰ e do título do governo americano, no caso o T-Bond 10Yr.

Para os últimos 10 anos, tem-se um prêmio de risco de 4,60%. Dessa forma, aplicando o método do CAPM, o custo de capital próprio (Ke), em dólar, é de 10,1%.

$$Ke\ real = \frac{(1 + Ke\ US\$)}{(1 + Inflação\ EUA)} - 1$$

$$Ke\ R\$ = (1 + Ke(real)) * (1 + Inflação\ Brasil) - 1$$

As fórmulas acima são utilizadas para chegar ao custo de capital próprio em reais. Como premissas foram utilizadas a inflação dos Estados Unidos de 2,0% a.a. e do Brasil de 7,2% a.a. Usando a fórmula, chega-se a um custo do capital próprio de 15,6%.

Segue abaixo tabela com os valores:

Cálculo da Taxa de Desconto	
Taxa Livre de Risco US (10-year bond yield)	2,0%
Beta	1,50
Prêmio de Risco Mercado	4,6%
Prêmio de Risco Brasil	3,6%
Ke USD v.s Ke BRL	12,5%
Ke	15,6%

Tabela – Confeção Própria com dados do Bloomberg

Fonte: Bloomberg; Autor

5.6.4 Valor Justo

Com a projeção do fluxo de caixa livre ao acionista e da taxa de desconto é possível encontrar o valor justo da ação da empresa ao acionista. Sendo assim, trazendo ao valor

²⁰ Standard & Poor's 500 trata-se de um índice composto por ativos (ações) cotados nas bolsas de NYSE ou NASDAQ.

presente, os fluxos de caixa projetados até 2026, ano usado para representar a perpetuidade. Para representar a perpetuidade usou-se no modelo o crescimento nominal da inflação de longo prazo que equivale a 6%.²¹ Para chegar-se ao valor justo, deve-se descontar o valor da empresa na perpetuidade a uma taxa de 15,6% (K_e encontrado) e dessa forma chega-se a um valor justo por ação de R\$ 18,50.

No fechamento da data 24/11/2017 o preço da ação da Somos Educação cotada na bolsa de valores era de R\$18,1. Diante na análise da empresa pelo seu valor justo não existe nenhum um upside²² na ação, dado que a variação do valor encontrado no modelo de Valuation foi de 0,0%.

²¹ Fonte: site oficial do Banco Central de expectativas de mercado:
<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>

²² Potencial de alta da ação -Potencial de valorização de um ativo, título ou valor mobiliário, avaliado por um investidor ou por um analista de investimentos.

VI. CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo a apresentação e aplicação o método do fluxo de caixa descontado, utilizando como estudo de caso da Somos Educação S/A. O foco do estudo é conseguir estimar geração de valor pela ótica do acionista.

Foram realizadas estimativas acerca das principais premissas macroeconômicas que possuem algum tipo de impacto no setor de educação no Brasil. Além disso, foram levados em consideração os projetos futuros e a estratégia da companhia.

O cálculo da taxa de desconto, que reflete o risco associado à empresa, também foi analisado cuidadosamente pelo fato de influenciar bastante no preço da ação. O estudo engloba estimativas do DRE da empresa, a fim de chegar a uma projeção de lucro líquido, base para o cálculo dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, chegar ao valor justo da companhia. O modelo considera as metas internas para os próximos anos conforme é divulgado nos relatórios da empresa, tornando já precificado.

Chega-se com a análise do modelo através do método de fluxo de caixa descontado que a ação da Somos Educação está desvalorizada no mercado e segundo o modelo de *Valuation*, a ação da companhia vale atualmente exatamente o valor que ela está precificada no mercado.

VII. REVERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2ª edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Capítulos 1,2,3,4,5 e 6.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. 2ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2004.

Site de Relações com Investidores da Somos Educação – Apresentações APIMEC/Conferências, Formulário de Referência 2016/2017 e Relatórios de Resultado Trimestral

PORTER, M.E. Estratégia Competitiva, **Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência**. Elsevier, 2004.

PÓVOA, Alexandre, **Como Precificar Ações** - 2ª Ed. 2007

BLOOMBERG. Provedor Internacional de Dados para o Mercado Financeiro. Cotações. São Paulo, 2017.

Relatório SINEPE – Notas Estatísticas Censo Escolas 2016

Site IBGE – Estatísticas e Projeções do Mercado de Educação no Brasil

Site MEC – Ministério de Educação do Brasil

Relatório PNE – Plano Nacional de Educação 2014-2024