

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

O Mercado de Private Equity: caso teórico de aquisição da SOMOS Educação

Luiz Paulo Boueri de Berredo

Número da matrícula: 1211619

Orientador: Vinicius Carrasco

2017

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia



Monografia de Final de Curso

O Mercado de Private Equity: caso teórico de aquisição da SOMOS Educação

Luiz Paulo Boueri de Berredo

Número da matrícula: 1211619

Orientador: Vinicius Carrasco

2017

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized initial 'L' followed by a series of loops and a long horizontal stroke.

Luiz Paulo Boueri de Berredo

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

“Vivemos em uma época onde sabemos o preço de tudo e o valor de nada!”

- Oscar Wilde

Sumário

1. Introdução.....	8
2. Motivação e Definição do Tema.....	8
3. Método.....	9
4. Fonte de Dados.....	10
5. Resultados Pretendidos.....	10
6. Capítulo 1 – O Mercado de Private Equity no Brasil e no Mundo.....	12
1.1. Tipos de Investimento em Empresas Privadas.....	12
1.2. Funcionamento da Indústria de Private Equity.....	14
1.3. Fundraising.....	14
1.4. O Período de Investimento.....	17
1.5. Geração de Valor.....	18
1.6. Período de Desinvestimento.....	19
7. Capítulo 2 – Tipos de Investimento e Precificação.....	21
2.1. Métodos de Pagamento.....	21
2.2. Fontes para o Pagamento.....	23
2.3. Precificação.....	23
8. Capítulo 3 – A Tese de Investimento no Setor de Educação Básica.....	25
3.1 Sumário.....	25
3.2 Análise Macro.....	25
3.3 Análise Micro.....	32
9. Capítulo 4 – Estrutura da Transação.....	40
4.1 Fases Iniciais.....	40
4.2 Due Diligence.....	40
4.3 Closing.....	41

10. Capítulo 5 – Projeções Financeiras e proposta.....	42
5.1 Múltiplo da transação.....	42
5.2 Proposta.....	43
11. Capítulo 6 – Estratégia de geração de valor no Ativo.....	44
6.1 Definições Contábeis.....	44
6.2 Projeções Financeiras.....	46
6.3 Business Plan e Estratégia de Criação de valor.....	48
6.4 Principais Riscos.....	50
12. Capítulo 7 – Estratégia de Saída.....	52
7.1 Considerações Iniciais.....	52
7.2 Análise de Retorno.....	52
13. Conclusão.. ..	55
14. Referências Bibliográficas.....	56

Lista de Figuras

Figura 1 – Os estágios de *funding* das empresas

Figura 2 – *Fundraising* Global para investimentos em PE

Figura 3 – Tempo médio de Captação de Fundos de Private Equity

Figura 4 – Aceleradores da Criação de Valor

Figura 5 – Desinvestimentos por Tipo

Figura 6 – Crescimento do número de alunos privados ao longo dos anos

Figura 7 – Média da nota no ENEM de escolas públicas e privadas

Figura 8 – Diferencial entre a nota de alunos de escola pública e privada no exame PISA.

Figura 9 – Percentual da população que planeja aumentar ou diminuir os gastos em 2017 por segmento de consumo

Figura 10 – Opções de gasto em educação com alterações no orçamento

Figura 11 – Market Share dos 3 maiores grupos educacionais privados em número de alunos

Figura 12 – Market Share dos 3 maiores grupos educacionais privados em número de escolas

Figura 13 – Market Share dos 3 maiores grupos educacionais privados em número de escolas

Figura 14 – Estrutura Acionária da SOMOS Educação

Figura 15 – Participação de cada unidade de negócio na Receita Líquida e no EBITDA Ajustado¹ (em Set/2016)

Figura 16 – Marcas e unidades de Negócio da SOMOS Educação (em Set/2016)

Figura 17 – Participação de cada unidade de negócio na Receita Líquida e no EBITDA Ajustado (em Set/2016)

Figura 18 – Comparação de crescimento entre escolas e alunos

Figura 19 – Maiores grupos educacionais em número de alunos

Figura 20 – Reajuste salarial dos professores vs. IPCA Educacional de 2012 até 2016 (% acumulado)

Figura 21: Reajuste do IPCA acumulado de 2012 até 2016 – Setor educacional vs. Índice geral (% acumulado)

Figura 22 – Múltiplo EV/EBITDA para a aquisição da SOMOS Educação

Figura 23 – Estrutura da proposta de aquisição

Figura 24 – Estrutura do desinvestimento

Figura 25 – Fluxo de caixa do desinvestimento

Figura 26 – Tabela de Sensibilidade

1. Introdução

Pretendo começar o meu trabalho introduzindo aos leitores uma breve explicação do funcionamento do mercado de private equity de uma maneira geral. Farei isto porque apesar de bastante famoso em países desenvolvidos este mercado ainda é muito novo no Brasil. Neste momento falarei sobre a mecânica de remuneração, os tipos de investidores, a diferença entre os *General Partners*¹ e os *Limited Partners*, a diferença entre a dinâmica do mercado brasileiro e o mercado americano.

Após este breve resumo, pretendo introduzir a ideia desta monografia, com a motivação e utilidade do tema como base nos resultados obtidos. Mostrarei neste momento a pergunta que pretendo responder, que é: “Como funciona o método de avaliação e a execução de investimentos na indústria de Private Equity”.

Depois vou introduzir a empresa alvo da análise e a tese de investimento no setor. Depois descreverei as principais fases relacionadas ao investimento e a criação de valor e as melhores práticas adotadas pelas gestoras de Private Equity.

2. Motivação e Definição do Tema

Após tantos anos estudando teoria economica na PUC decidi que faria uma monografia que teria alguma utilidade prática acerca dos ensinamentos adquiridos ao longo do curso. Assim sendo, procurei alguma assunto que me gerasse bastante interesse e tivesse alta correlação com os temas abordados durante a graduação.

Acredito que o tema escolhido é seja de utilidade prática já que a literatura brasileira existente sobre o tema é muito escassa enquanto no resto do mundo cada vez mais se fala deste mercado. Este tipo de investimento começou no Brasil nos anos 90 mas foi a partir dos anos 2000 que avançou com a quantidade de operações.

Investimentos em private equity se caracterizam pela aquisição de participação acionária em empresas de capital fechado. Durante o ciclo completo de investimento

¹ General Partners e Limited Partners, termos derivados do direito anglo-americano que designam os sócios de uma *limited partnership*, que é a forma mais comum utilizada por fundos de private equity nos Estados Unidos. General Partners representa os gestores do Fundo de Private Equity e Limited Partners são os cotistas do Fundo

que geralmente dura 8 anos², após o aporte de capital na Companhia alvo uma série de medidas são executadas de forma a maximizar o crescimento da empresa. Após esta fase de “maturação” a empresa é vendida, seja para *player*³ estratégico ou para o público através de uma oferta pública inicial.

De uma maneira geral investimentos em private equity são considerados os mais arriscados dentre os tipos comparáveis, entretanto prometem retornos acima da média do mercado. O tema desta monografia consiste na sumarização de um *case* de investimento realizado por uma gestora fictícia de *private equity* em uma empresa alvo, para fins de exemplo prático a empresa escolhida foi a Somos Educação. Assim sendo, pretendo passar por todas as etapas envolvidas em um investimento deste tipo: *deal sourcing*⁴, análise da oportunidade, precificação e modelo econômico-financeiro, Due Diligence⁵ contábil e legal, signing e closing.

Eu escolhi para utilizar como exemplo para a transação a empresa Somos Educação (antiga Abril Educação) que é uma empresa de educação com foco em educação básica e sistemas de ensino. A motivação principal é porque eu tenho analisado transações privadas no mercado de educação durante um longo tempo no meu estágio supervisionado e acredito nos fundamentos da tese de investimento no setor.

3. Método

Para realizar esta análise pretendo utilizar informações públicas disponibilizadas pela Somos Educação para a realização da análise micro e avaliação econômico-financeira da empresa. Utilizarei dados setoriais para explicar a tese de investimento e como a empresa seria analisada por uma firma de Private Equity. Depois eu mostrarei a forma pela qual seria precificada a empresa e a estrutura da transação.

Passarei pelas fases após o aceite da oferta não vinculantes, onde o investidor fará uma análise muito mais aprofundada da empresa, dos números fornecidos e das possíveis contingências da operação.

² Prazo de duração geralmente utilizado no regulamento de Fundos de Investimento em Participação, veículo pelo qual gestoras de Private Equity realizam seus investimentos no Brasil. Este prazo pode variar para mais ou para menos anos.

³ Player, palavra em inglês geralmente utilizada na denominação de participantes do mercado

⁴ Processo de busca de investimentos da gestora

⁵ Processo de análise minuciosa das informações apresentadas pela empresa alvo do investimento, utilizando-se geralmente de serviços terceirizados de auditoria e assessoria jurídica

Após o fechamento da operação buscarei mostrar as principais medidas utilizadas na criação de valor na empresa investida e os impactos pretendidos na melhora das margens operacionais.

Após a implementação das melhorias operacionais e maturação do investimento falarei sobre a estratégia de desinvestimento, com as possíveis alternativas e principais processos envolvidos.

4. Fonte de Dados.

Para a análise destes dados pretendo utilizar a base de dados do Capital IQ, que possui uma vasta fonte de informação de empresas brasileiras de capital aberto e fechado. Utilizarei a base de dados do EMIS e do FacSet para capturar informações adicionais não existentes no Capital IQ.

Para capturar a performance dos setores da economia utilizarei o banco de dados do Ministério da Educação, IBGE, Banco Mundial e OCDE.

Utilizarei também métodos de pesquisa e análises geralmente utilizadas em gestoras de Private Equity. Acredito ter uma facilidade maior em realizar esta análise porque eu faço estágio em uma gestora de private equity que possui sede em Miami e antes disto eu estagiei em uma outra gestora brasileira e realizei diversas pesquisas acerca do tema que pretendo apresentar.

5. Resultados Pretendidos

Pretendo conseguir explicar de uma maneira prática o método de avaliação e execução de investimentos por gestoras de Private Equity e as principais estratégias e medidas realizadas para a criação de valor após o investimento.

Dentre as medidas mais frequentemente executadas por estes investidores podemos destacar: aquisições complementares para um movimento de consolidação do setor, contratações de executivos qualificados para a diretoria, investimentos em segmentos estratégicos como P&D e Marketing, renegociação de dívidas com os credores, adoção de políticas meritocráticas buscando o alinhamento de interesses e monitoramento das decisões estratégicas através da participação no Conselho de Administração.

Acredito que a execução destas medidas gerenciais na empresa investida, por um time de investimento que em média é altamente qualificado e recebe uma remuneração atrelada a resultados, além da externalidade causada pela empresa investida nos demais players da indústria, contribui positivamente para a geração de valor nos investimentos e pela performance excepcional que a indústria de Private Equity tem entregado para os investidores.

Capítulo 1 – O Mercado de Private Equity no Brasil e no Mundo

1.1. Tipos de Investimento em Empresas Privadas

O investimento em empresas privadas pode ser definido por diversas denominações, dependendo do estágio de maturação e organização das empresas investidas além do montante de investimento a ser realizado pelo investidor.

O primeiro estágio, é definido por *seed money*, onde os investidores denominados “anjos” se unem através de uma gestora de recursos ou através de recursos próprios, para a realização de investimentos em empresas que encontram-se em estado embrionário, muitas vezes ainda sem nenhuma geração de receita. É uma forma de investimento onde indivíduos investem em participações em pequenas companhias fechadas em industrias nas quais geralmente possuem bastante experiência (Gompers., 1998).

Estes investidores realizam o investimento para ajudar a empresa na construção de um plano de negócios, um primeiro protótipo do produto a ser comercializado ou até na elaboração de uma pesquisa de mercado, acreditando que no futuro, após este primeiro momento, a empresa conseguirá materializar suas ideias em um projeto rentável. Este primeiro investimento seria então considerado o “pontapé inicial” para a transformação de uma boa ideia em uma empresa. Esta primeira injeção de capital é pequena, geralmente menor do que um milhão de reais, e pode ser realizada por amigos, família, investidores anjo e mais recentemente através de *equity crowdfunding*⁶, que é uma plataforma que se utiliza de títulos de dívida conversíveis em ações para viabilizar a compra de participação em empresas por investidores privados com contribuições as vezes pouco expressivas. O objetivo final deste tipo de investimento, geralmente é a venda da empresa para uma empresa maior ou para um outro tipo de investidor no futuro, a um preço mais alto do que o adquirido previamente.

Quando a empresa encontra-se em um estado mais maduro, com uma geração de caixa consistente mas ainda com um faturamento pouco relevante, ela está preparada por um investimento através de uma gestora de Venture Capital⁷. O *venture*, é derivado da

⁶ Equity Crowdfunding, palavra inglês que denomina o financiamento colaborativo de agentes privados em empresas

⁷ Modalidade de investimento em empresas ainda em estágio inicial

palavra em inglês *adventure*, que transmite bem o senso coletivo dos investidores desta categoria.

Esta categoria se iniciou no Vale do Silício, na Califórnia, durante a explosão das *start ups*⁸ ligadas à tecnologia e simultaneamente à elaboração do *Small Business Investment Act of 1958*, lei americana que permitia o licenciamento de "Small Business Investment Companies" (SBICs) que eram empresas que ajudariam no financiamento das atividades de pequenas empresas com ideias empreendedoras. A partir deste momento, esta atividade de investimento cresceu e ficou reconhecida pelo foco no setor tecnológico. Bons exemplos de sucesso que foram iniciados através de investimentos de firmas de Venture Capital são a Apple, o Facebook e a Google, que somados possuem hoje uma capitalização de mercado (*Market Cap*) de US\$ 1,3 trilhões.

A atividade de Private Equity, ponto focal desta trabalho, se assemelha muito à atividade de Venture Capital. A principal diferença está no volume dos investimentos, a engenharia financeira utilizada nestes investimentos e o estágio de maturação da empresa. Nesta modalidade, os investimentos são realizados através de Fundos de Investimento, que possuem finalidade para a aquisição de participação em empresas de capital privado.

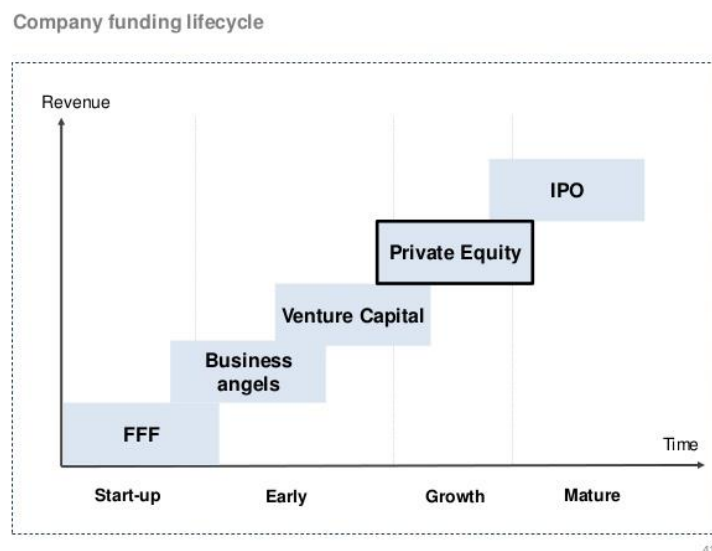
No Brasil, estes fundos são denominados Fundos de Investimento em Participações (ou "FIPs"), cujo a venda de cotas está restrita a investidores considerados qualificados seguindo as normas da Ambima⁹ e da CVM¹⁰. As empresas alvo são empresas que já possuem uma geração de caixa operacional, equipe de diretores, quadro de funcionários, clientes e faturamento. Estas empresas buscam formas alternativas de captação de recursos, para o financiamento de expansões ou até para um possível sucessão. A gestora de Private Equity disponibiliza estes recursos através do FIP, e em troca adquire um percentual das ações da companhia privada.

⁸ Empresas em fase inicial

⁹ AMBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

¹⁰ CVM, Comissão de Valores Mobiliários

Figura 1: Os estágios de *funding* das empresas¹¹



Fonte: PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL MASTERCLASS Session 1.
Private Equity landscape March 2013 Alexey Milevskiy Gleb Fomichev

1.2. O funcionamento da Indústria de Private Equity

Seguindo a metodologia americana, onde esta classe de ativos foi criada, a firma gestora de Private Equity é conhecida como General Partners (ou “GPs”) e os investidores desta firma são conhecidos como Limited Partners (ou “LPs”). O modelo de negócios da gestora, consiste em três etapas bem definidas: o levantamento de capital (*fundraising*), o período de investimento e o período de desinvestimento.

1.3. Fundraising¹²

Nesta primeira etapa, a equipe de gestão realiza um *road show*¹³ buscando investidores para a captação de recursos para o levantamento de um Fundo de Investimento em Participações. Os LPs geralmente são caracterizados como alocadores de uma quantidade expressiva de recursos, sendo estes por exemplo Financial Endowments¹⁴ de

¹¹ <https://www.slideshare.net/alexmhse/pe-master-class-1>

¹² Captação de recursos

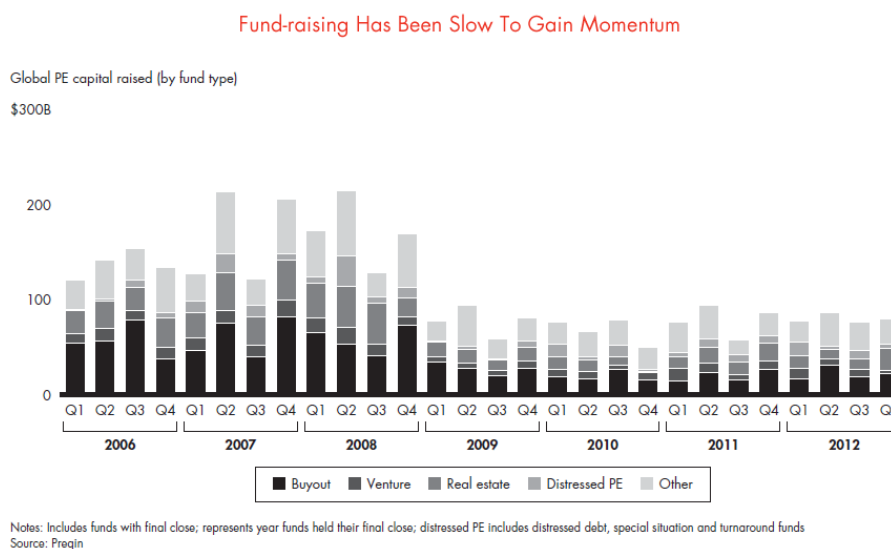
¹³ Road show, termo em inglês utilizado no segmento de fusões e aquisições para denominar apresentações para agentes do mercado para captação de recursos

¹⁴ Fundos de entidades filantópicas que possui como objetivo a perpetuação do patrimônio próprio, geralmente ligado à grandes faculdades

grandes faculdades americanas, Fundos de Pensão e *Family Offices*¹⁵. No Brasil, geralmente os maiores investidores são os Fundos de Pensão, que possuem um percentual alocado apenas para investimentos alternativos, classe de investimentos na qual o Private Equity está englobado. Dentre estes Fundos de Pensão, destacam-se: Previ, Funcef, Petros, Fapes, Postalís, Fundação CEEE¹⁶ dentre outros.

Os investidores precisam ser considerados qualificados pelas normas da CVM e da Ambima. Isto ocorre porque o Fundo é considerado de alto risco, dado que as ações das empresas não possuem liquidez imediata pois não transacionadas na Bolsa de Valores e não são permitidos saques durante o funcionamento do Fundo. O capital comprometido do investidor ficará à disposição do Fundo durante todo o prazo de duração do mesmo, sendo liberado apenas durante eventos de liquidez, tais quais desinvestimentos e pagamento de dividendos.

Figura 2: Fundraising Global para investimentos em PE



Fonte: Preqin

Os principais critérios para a seleção dos GPs e a aprovação dos investimentos pelos LPs, são:

¹⁵ Gestores profissionais de grandes fortunas

¹⁶ Funcef, Petros, Fapes, Postalís, Fundação CEEE: fundos de pensão do Banco do Brasil, Petrobras, BNDES, Correios e Companhia Estadual de Energia Elétrica do Rio Grande do Sul

- O *track record*¹⁷ do GP: a história da gestora e os casos de investimentos realizados que foram bem sucedidos. Quanto mais anos dedicados a atividade de gestão de private equity e mais casos de investimentos com altos retornos devolvidos aos investidores, maior o “apetite” do LP para a realização do investimento.
- Os *key-executives*¹⁸: são os executivos da gestora que estarão comprometidos com o Fundo. O *business*¹⁹ de private equity consiste em um modelo de comprometimento com o longo prazo. Os fundos geralmente possuem de 7 a 10 anos de duração, e conforme informado anteriormente, não existe a possibilidade de retirada do capital comprometido após a subscrição das cotas. Assim sendo, os LPs precisam ter certeza que a equipe que está comprometida com o Fundo no momento do investimento, será a mesma ao longo do prazo de duração do Fundo. Para isso, alguns membros considerados “chave” da equipe de investimentos, são incluídos no Regulamento do Fundo, com cláusulas que dificultam a saída destes membros para a Gestora de recursos. Além disto, os LPs também verificam a rotatividade da equipe e as mecânicas de retenção e de incentivos de longo prazo. Verifica-se também o perfil dos executivos chave, principalmente nível de educação e experiência profissional.
- O tamanho da gestora: o montante de Ativos sob Gestão (Assets Under Management ou “AuM”) é importante para determinação da alocação de recursos dos LPs. Investidores institucionais, principalmente os brasileiros, possuem restrições de investimentos ligadas ao tamanho da gestora de recursos, onde GPs com pouco AuM não podem ser considerados uma opção de investimento.
- Tese de Investimento: a visão da gestora com relação à alocação dos recursos investidos também é importante. A tese de investimentos pode ser restrita a um setor específico de especialidade da gestora (ex: Óleo & Gás), uma localização geográfica emergente (ex: Nordeste), países ou continentes de uma maneira Geral (ex: América Latina), tamanhos de empresa por faturamento (ex: Middle

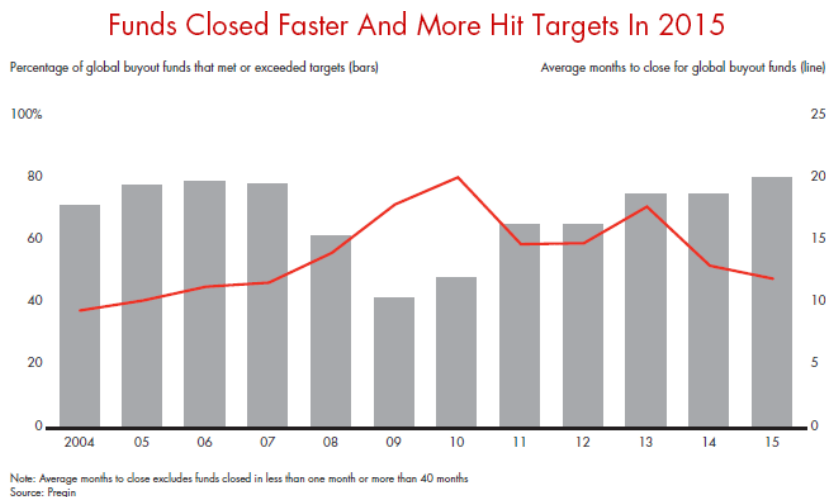
¹⁷ Trajetória e performance da firma no passado

¹⁸ Key-executives, Executivos chave

¹⁹ Atividade fim da empresa

Market²⁰). A tese é fundamental para alinhar as expectativas com os investidores.

Figura 3: Tempo médio de Captação de Fundos de Private Equity



Fonte: Preqin

1.4. Período de Investimento

Após concluída a etapa de captação de recursos para veículo de investimento, a gestora utiliza do capital obtido para realizar aquisições de participação acionária em empresas de capital fechado. Nesta etapa a gestora realiza um trabalho de prospecção de empresas alvo, que estejam compatíveis com a tese de investimento, analisa as informações financeiras e após aprovação do investimento, compra a participação na empresa em questão.

O método de aprovação dos investimentos são diferentes com relação aos GPs e os LPs que possuem capital comprometido. Nos Estados Unidos, os gestores geralmente possuem total liberdade para tomar suas decisões de investimento sem qualquer interferência dos investidores do Fundo. Esta conclusão consiste na ideia de que após aprovado o aporte de capital durante a primeira etapa (*fundraising*), os LPs deveriam se sentir confortáveis com o trabalho do gestor profissional pelo qual confiou a tarefa de alocação, e neste caso não faria sentido comprometer tempo próprio na tarefa de decisão dos investimentos a serem realizados.

²⁰ Mercado de empresas médias

No Brasil o critério é diferente. Existe a figura do Comitê de Investimento no qual é formado por membros da gestora e pelos principais LPs do Fundo. Para a aprovação de novos investimentos e decisões relevantes acerca dos investimento já realizados, o comitê deverá ser consultado e terá poder decisório sobre as questões levantadas.

Segundo fontes do mercado de PE²¹, o Comitê de Investimento é presente no Private Equity brasileiro, principalmente quando os investidores são Fundos de Pensão, devido à experiências passadas que causaram conflitos de controle entre GPs e LPs quando o investimento em Private Equity ainda era incipiente no Brasil (durante os anos 1990 e 2000). Tal conflito de interesses, gerou alterações nas normas internas dos Fundos de Pensão, que passaram a só aprovar a realização de investimentos na classe de ativos caso haja a presença do Comitê de Investimento com poder sobre as decisões de alocação a serem tomadas.

Estas mesmas fontes afirmam que a presença dos LPs na tomada de decisão por meio do Comitê de Investimento dificultam a realização de investimentos e o trabalho de gestão. Isto ocorre, porque a tarefa de gestão se torna mais burocrática e morosa, dado que qualquer decisão importante deverá ser consultada pelo Comitê, que por regra estabelecida em Regulamento precisa de um espaço de tempo pré estabelecido para a tomada de decisão além de material explicativo para este fim. Desta forma a equipe de gestão precisará preparar relatórios e possui menos flexibilidade para a tomada de decisões, em um mercado onde o tempo é relevante para análise e para o fechamento de bons negócios.

Durante o Período de investimento, a gestora utiliza-se do capital comprometido para adquirir participação acionária em empresas de capital fechado. Assim que o investimento é realizado, a gestora precisa se preocupar com a geração de valor na empresa investida.

1.5. Geração de Valor

Nesta etapa os GPs se utilizam dos poderes adquiridos durante a compra de ações da empresa investida para a adoção de medidas que objetivam a geração de valor para o investimento. A gestora então indica membros para o Conselho de Administração da

²¹ PE, abreviação para Private Equity

empresa, membros estes que geralmente são funcionário da própria gestora, ou executivos com renomada experiência na indústria.

Através do Conselho de Administração²², decisões estratégicas são tomadas para de modo que a viabilizar a geração de valor para a companhia investida. Dentre as principais ações a serem tomadas, podemos destacar: a realização de fusões e aquisições, a contratação de novos executivos, cortes de custos e despesas, melhora nos processos, aprimoramento da governança corporativa e mudanças na estrutura organizacional.

Figura 4: Aceleradores da Criação de Valor



Fonte: LLR Partners

1.6. Período de Desinvestimento

Após a realização dos investimentos com o capital comprometido do FIP²³ e a finalização do processo de criação de valor, a gestora precisa realizar o desinvestimento. Assim sendo, o objetivo nesta etapa é encontrar um comprador para a empresa investida.

²² Conselho de Administração, âmbito de Governança Corporativa onde os conselheiros indicados pelos acionistas tomas decisões estratégicas envolvendo a empresa

²³ Abreviação para Fundo de Investimento em Participações

Os compradores na maioria dos casos, são empresas globais de maior porte, fundos de Private Equity focados em empresas em estágio avançado, ou até a abertura de capital da empresa na bolsa de valores através de uma oferta pública inicial (IPO).

Figura 5: Desinvestimentos por Tipo



Fonte: PitchBook

Capítulo 2 – Tipos de Investimento e Precificação

2.1. Métodos de Pagamento

Conforme já falado anteriormente, existem diversas formas de realização de um investimento pela Gestora de Private Equity (General Partners ou “GP”). O capital comprometido pelos investidores do fundo (“Limited Partners” ou “LP”) no momento da aquisição. O pagamento do capital para viabilizar a transação pode ser realizado das seguintes formas:

Cash Out²⁴: parcela do pagamento que será paga diretamente aos acionistas principais da empresa-alvo em troca das ações. Esta forma é utilizada muitas vezes quando o controle da empresa alvo está em negociação, e pode ser interpretado nestes casos com um prêmio aos atuais controladores. Muitos fundos Brasileiros possuem restrições regulamentares para este tipo de pagamento direto. O tipo de investimento associado a este método de pagamento é geralmente o *Buyout*, onde o fundo compra o controle da empresa alvo, retirando os atuais sócios da operação. O cash out pode ser pago através do dinheiro dos investidores do fundo, mas existe a possibilidade, principalmente quando se trata de controle, de uma parcela do montante total ser obtido através de financiamento de banco, onde o endividamento é transferido para a própria empresa alvo da aquisição, neste caso denomina-se *Leverage Buy Out* (“LBO”).

Cash In²⁵: parcela do capital que é injetada diretamente no caixa da empresa. As decisões sobre os usos para o capital aportado geralmente são decididos em conjunto com a tese de investimento na empresa alvo. Geralmente o capital é utilizado para a aquisições de outras empresas concorrentes ou complementares, mas também pode ser usado para financiar uma expansão orgânica, capital de giro, investimento em marketing e outros. Associada a este tipo de pagamento está a tese de *Growth*, onde o fundo espera que o capital injetado proporcione uma nova fase de crescimento para a empresa alvo.

Seller’s Note: Neste caso, uma parte do cash out é pago à prazo aos atuais sócios. Geralmente o prazo é atrelado ao período de investimento pretendido pelo fundo na empresa alvo de forma a coincidir com o desinvestimento da empresa. Esta parcela geralmente é corrigida por algum índice ou cesta de preços (IPCA, CDI, SELIC, etc..) durante o período acordado, e pode ser pago pelo fundo ou pela própria empresa caso o

²⁴ Cash out, do inglês retirar dinheiro, se refere ao pagamento direto ao acionista

²⁵ Cash In, do inglês injeção de dinheiro, se refere ao capital aportado dentro da empresa

controle seja cedido. A justificativa para a parcela a prazo geralmente é atrelada a existência de possíveis contingências na empresa alvo, levantadas durante o período de *Due Diligence* jurídica, onde caso a contingência venha a se materializar existe o desconto desta parcela a prazo de forma a não prejudicar a operação da empresa após a aquisição. Essas contingências podem ser de diversas naturezas, como por exemplo trabalhista ou fiscal. No caso de uma contingência trabalhista, podemos dar o exemplo de funcionários que foram contratados no passado em regime de Pessoa Jurídica e podem vir a processar a empresa no futuro dado que deveriam ser contratados em regime de CLT. Neste caso hipotético, o fundo que está adquirindo a empresa não possui qualquer influência nem culpa pelo possível prejuízo. Assim sendo, como forma de mitigar este risco, é comum que exista um desconto acertado contratualmente no seller's em caso de eventos do tipo.

Earn Out: a avaliação de forma a encontrar o valor justo para o pagamento pelas ações da empresa (“valuation”) pressupõe uma série de informações enviadas pelos sócios originais. Dentre estas informações, a principal para a formação do preço de aquisição são as Demonstrações Financeiras e projeções de crescimento. A partir das informações contidas nestes matérias o GP consegue elaborar uma oferta. Geralmente na indústria utiliza-se muito um múltiplo com base no EBITDA pra demonstrar o valor total da firma (“Enterprise Value”) encontrado. O EBITDA, ou LAJIDA como conhecido na língua portuguesa, se refere aos lucros antes do pagamento de juros impostos e apuração da depreciação e amortização. O EBITDA não possui teor contábil, entretanto é utilizado pela indústria como uma boa *proxy* para a geração de caixa operacional da empresa alvo. Em alguns casos os sócios originais acreditam que alguma meta será batida em um futuro próximo e o *valuation* precisaria incorporar este cenário. Assim sendo os GPs utilizam-se do pagamento por meio do *earn out*, onde o montante só é pago pelo fundo caso uma meta previamente estipulada seja alcançada. Por exemplo, 15% do valor será pago apenas se o EBITDA do ano posterior seja igual ao maior do que o projetado pelos sócios originais.

Ratchet: mecânica parecida com o Earn Out, entretanto os GPs se comprometem a ajustar a participação do fundo ao invés do pagamento de um montante adicional. Por exemplo, a participação comprada na empresa alvo é de 40% mas será ajustada para 60% caso o EBITDA do ano posterior não seja igual ao maior do que o projetado pelos sócios originais.

Para a formulação da oferta de compra, os GPs utilizam-se de engenharia financeira estruturando a operação com as melhores formas de pagamento de maneira a maximizar o alinhamento de interesses e o retorno esperado para seus investidores.

2.2. Fontes para o Pagamento

Conforme falado anteriormente, existem diversas formas para o levantamento dos recursos para o pagamento da aquisição:

Equity²⁶: dinheiro próprio dos investidores do fundo

Dívida: existe a possibilidade dos GPs pagarem uma parte do valor da aquisição através de capital de terceiros. Neste caso o Fundo levanta uma nova linha de dívida com a empresa alvo, e usa estes recursos para pagar pela aquisição. A empresa alvo é o responsável pelo pagamento do exercício da dívida. Este caso é mais comum em aquisições de controle.

2.3. Precificação

Existem diversas formas de avaliação do preço de compra. A mais utilizada no meio acadêmico é o método do Fluxo de Caixa Descontado, onde avalia-se a capacidade de geração de caixa para a firma para perpetuidade descontado a valor presente pelo custo médio ponderado do capital (“Weighted Average Capital Cost²⁷” ou “WACC”).

Dentre outras formas comuns de avaliação, podemos destacar a avaliação por múltiplos comparáveis, que consiste na observação da precificação de ativos publicamente transacionados a partir de múltiplos com o perfil similar ao da empresa alvo. Neste caso observa-se geralmente o múltiplo P/E²⁸, que consiste em um indicativo de quanto que o investidor se propõe a pagar por uma unidade de lucro da companhia, ou EV/Foward EBITDA que consiste na avaliação dos investidores do valor da empresa (“Enterprise Value”²⁹ ou “EV”) dividido pela previsão do mercado para o EBITDA³⁰ do próximo

²⁶ Equity, do inglês “ações” quando se refere ao investimento através de capital próprio

²⁷ WACC Weighted Average Cost of Capital. O WACC é a medida das empresas que criam valor para os acionistas por estes ganharem um retorno sobre o seu capital investido cujo retorno é superior ao custo desse capital. (fonte: peritiaeconomica.com.br)

²⁸ O índice *Price/Earnings* ou Preço/Lucro de uma ação (também conhecido por múltiplo de lucros ou P/LPA) é um índice usado para medir quão baratos ou caros os preços das ações estão.

²⁹ Enterprise Value (EV), Total Enterprise Value (TEV) ou Valor da Empresa é a medida, dada pelo mercado, do valor de uma empresa, considerando-se o agregado de todas as suas fontes de financiamento: credores, acionistas preferenciais, accionistas minoritários, empresas subsidiárias e acionistas ordinários.

ano, que seria uma boa *proxy* para a geração de Fluxo Caixa Livre para a Firma (em inglês “FFCF”).

A observação de múltiplos de transações passadas pode ser uma boa forma de avaliação caso a base amostral seja grande e a empresa alvo possua um perfil similar. Entretanto, dependendo do comprador e dos termos da transação, é necessário se levar em conta que o preço pode ser maior do que o justo, tendo em vista a existência do bônus de controle, em operações de compra de controle, e sinergias em caso de compradores estratégicos. Nestes casos existe uma predisposição pelo pagamento de um múltiplo maior do que o justo pelo ativo.

Na indústria de Private Equity para a avaliação do preço do ativo, todos os métodos acima são observados, em conjunto com a capacidade relativa de geração de valor para o ativo em questão. Geralmente cada fundo possui um custo de capital específico, baseado na promessa de entrega de valor para o LP no longo prazo. A oferta geralmente é traduzida em um múltiplo EV/EBITDA .

$$EV = \text{Market Capitalization}^{31} + \text{Dívida Líquida}$$

³⁰ EBITDA é a sigla em inglês para *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, que traduzido literalmente para o português significa: "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização" (Lajida)

³¹ Market Capitalization, somatório de todas ações emitidas para negociação valorizada pelos preços correntes

Capítulo 3 – A Tese de Investimento no Setor de Educação Básica

3.1 Sumário

Conforme falado previamente, um dos objetivos deste trabalho é a realização de um investimento hipotético em uma empresa no setor de educação realizando uma análise na ótica de uma gestora de Private Equity.

A escolha do setor se baseia muito no meu interesse particular a na minha experiência recente no na análise de uma empresa de médio porte durante o meu estágio supervisionado.

3.2 Análise Macro

O Brasil é um país onde grande parte das crianças e adolescentes estão matriculadas em escolas públicas. Entretanto, existe um grande diferencial entre o nível do serviço e da performance dos alunos comparado com a educação privada.

Por este motivo o mercado privado de educação no Brasil é um dos maiores do mundo, representando um total de 9,1 milhões de alunos.

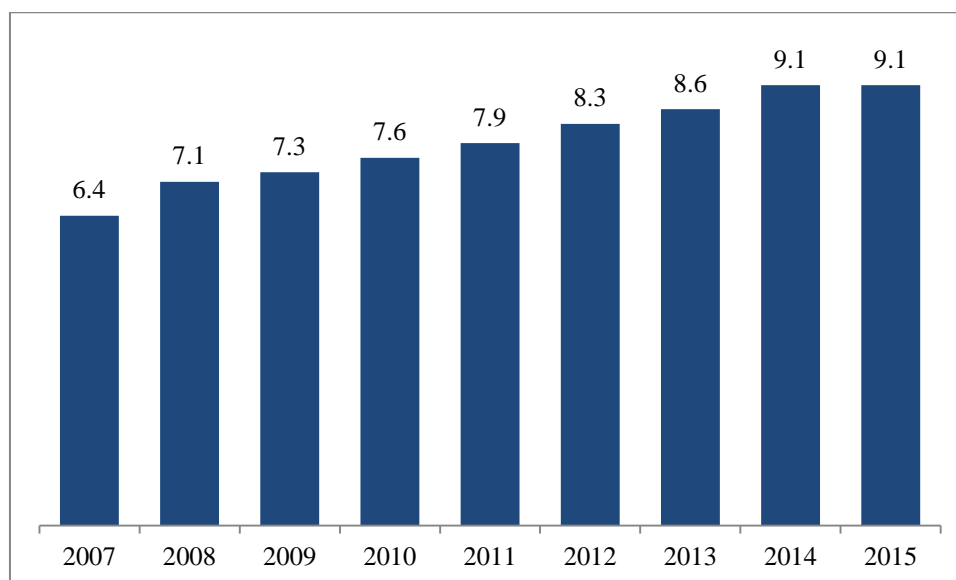
A tese de investimento se baseia em 5 fatores principais. Abaixo será descrito cada um destes fatores, com dados que corroboram a visão da gestora de Private Equity sobre o investimento neste setor.

Setor de grande porte que demonstra crescimento

O mercado privado de educação básica no Brasil é estimado em R\$ 51,3 bilhões³² ao ano, segundo estimativas do departamento de Relação com Investidores da Somos Educação. E possui um crescimento composto de aproximadamente 4% entre 2007 e 2015, como demonstrado no gráfico abaixo:

³² < <http://ri.somoseducacao.com.br> > Tamanho de mercado estimado pela Somos Educação, acesso em 23 mar. 2017

Figura 6: Crescimento do número de alunos privados ao longo dos anos (milhões de alunos)



Compound Annual Growth Rate (“CAGR”)³³ de 2007 até 2015: 4%

Fonte: Inep

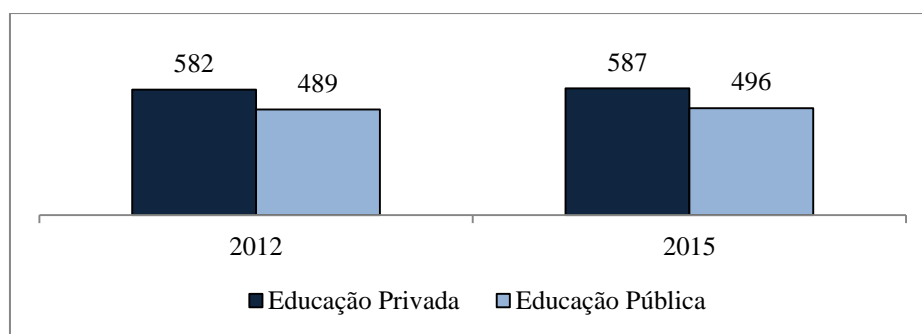
Assim sendo pode-se observar que é um setor que está crescendo nos últimos anos e possui um tamanho relevante, o que é importante para o movimento de consolidação de mercado que a gestora de Private Equity pretende fazer após a aquisição.

Grande diferença de qualidade entre o serviço oferecido no setor público e no setor privado

A principal porta de entrada para as universidades públicas e privadas brasileiras é o Exame Nacional do Ensino Médio (“ENEM”), que consiste em uma prova com questões escolhidas pelo Ministério da Educação de forma a universalizar e unificar as chances de ingresso dos estudantes brasileiros. Assim sendo, a performance no ENEM pode ser observada como uma boa métrica de comparação da qualidade de serviço e performance dos alunos matriculados em cada uma das escolas.

³³ CAGR, do inglês “Compound anual growth rate” e traduzida para “Taxa de crescimento anual composta”, representa a taxa média de crescimento anual para o período especificado.

Figura 7: Média da nota no ENEM de escolas públicas e privadas



Fonte: Inep/ Mec – Elaboração própria

Como podemos observar na Figura 7, existe uma diferença de aproximadamente 20% na performance dos alunos de escolas privadas em relação aos alunos de escolas públicas e esta diferença não se altera comparando um período passado (2012) onde este exame foi profundamente difundido e aprovado como principal exame de admissão, em comparação com períodos recentes (2015). Nesta análise existe a omissão de variáveis relevantes, como localização das escolas, escolaridade das famílias e nível de renda, que podem influenciar de maneira relevante o desempenho dos alunos. Entretanto, partindo do princípio que o material de estudo e as séries escolares exigem conhecimentos mínimos para aprovação, pode-se argumentar que o aluno só poderá fazer o ensino médio caso tenha adquirido os conhecimentos necessários para ingressar neste grupo de séries. Assim sendo, cabe ao estabelecimento público realizar a aprovação de alunos de uma série para a outra, e esta aprovação deveria ser condizente com a demonstração pelo próprio aluno de proficiência no conteúdo lecionado. Logo, os alunos que chegaram até o terceiro ano do ensino médio, e estão aptos a realizar o ENEM, deveriam possuir as mesmas condições intelectuais para tanto, seja na escola pública ou privada.

A performance negativa das escolas públicas pode ser observada também em comparação à outros países. O exame PISA³⁴ que é aplicado em nível internacional pela OCDE com alunos de 15 anos no sistema público e privado de mais de 50 países pode ser uma boa forma para a comparação da performance de alunos. Na Figura 8 abaixo está o ranking da diferença entre a média das notas do ensino público e ensino privado do Brasil em comparação à outros países.

³⁴ Programa Internacional de Avaliação de Estudantes

Figura 8: Diferencial entre a nota de alunos de escola pública e privada no exame PISA.

Nota em			Nota em		
#	País	Dif.	#	País	Dif.
1	Brasil	(94)	1	Qata	(94)
2	Uruguai	(86)	2	Uruguay	(86)
3	Malta	(79)	3	Brazi	(83)
4	UAE	(76)	4	Costa	(78)
5	Qata	(74)	5	Per	(74)

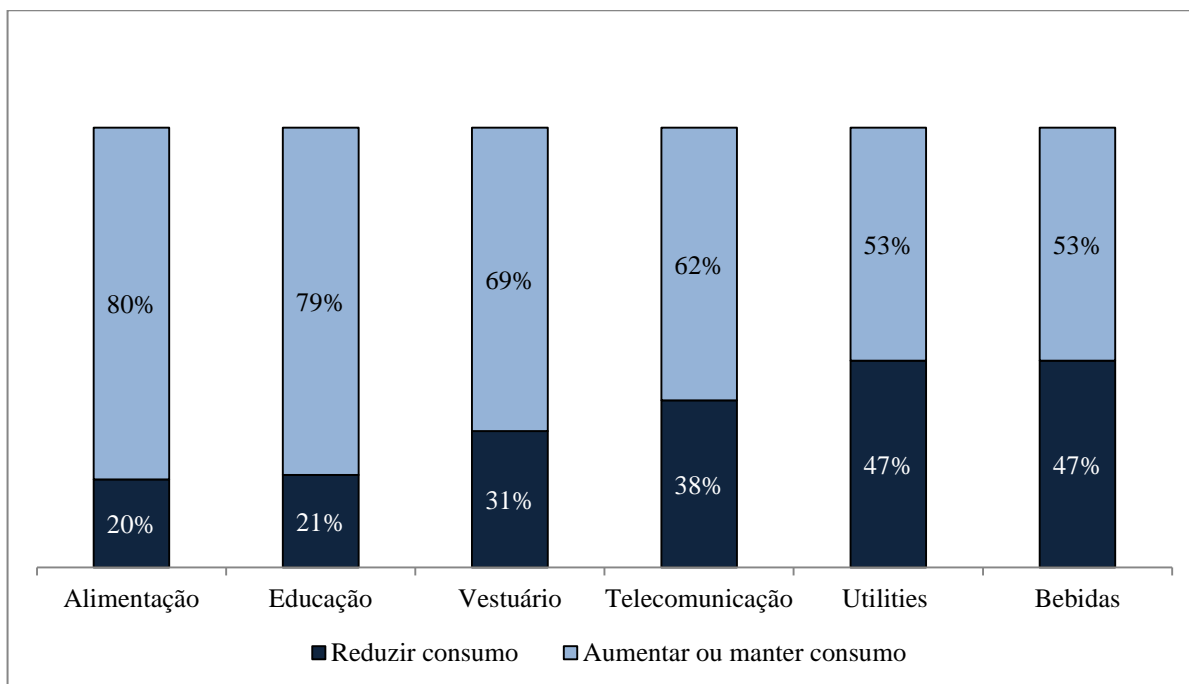
Fonte: OCDE

A Figura 8 mostra que o Brasil é o país com a maior disparidade entre os ensino público e privado do mundo em matemática e o terceiro maior do mundo em ciências tendo o exame de PISA como base de comparação. Demonstrando mais uma vez a existência de uma diferença de performance entre os alunos da escola pública e da escola privada no Brasil.

Educação é um gasto essencial e prioritário e está aumentando

Segundo relatório recente da equipe de pesquisa global do Banco HSBC, denominado “Brazil: Anatomy of Consumer” (2017), que objetivou investigar os hábitos de consumo da população brasileira através de pesquisas qualitativas, disponibiliza dados interessantes para a discussão sobre a opinião do brasileiro sobre o gasto com educação.

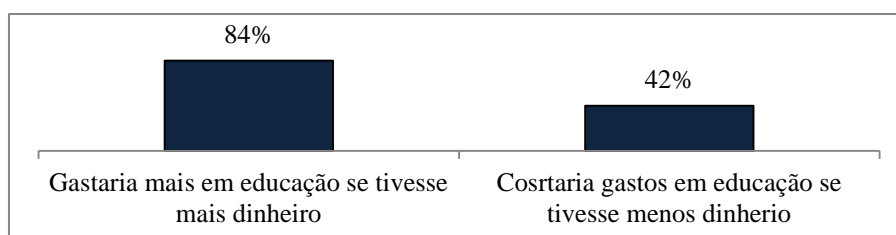
Figura 9: Percentual da população que planeja aumentar ou diminuir os gastos em 2017 por segmento de consumo (% dos entrevistados).



Fonte: HSBC

Pode-se observar na Figura 9 que alimentação e educação são os segmentos de consumo onde as famílias brasileiras possuem a maior pretensão em aumentar ou manter o consumo atual. Este fato demonstra que na opinião do brasileiro existe uma predileção pelo setor de educação e detrimento aos demais segmentos de consumo. Isto corrobora o fato de que este segmento é prioritário e essencial na cesta de consumo do brasileiro. É interessante ressaltar que o Brasil em 2017 e 2016 passou por momentos de crise econômica que resultaram em contração do PIB e aumento do nível de desemprego, e a pesquisa do HSBC foi realizada neste momento, onde as decisões sobre a cesta de consumo são mais questionadas pelas famílias brasileiras.

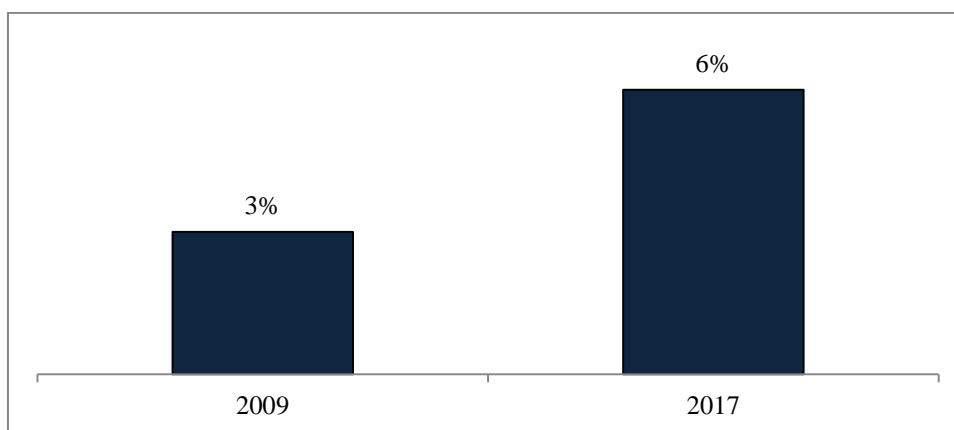
Figura 10: Opções de gasto em educação com alterações no orçamento (% dos entrevistados)



Fonte: HSBC

Na Figura 10 observa-se que as famílias brasileiras optariam por um maior nível de consumo em educação caso houvesse melhoria nas condições financeiras. Assim sendo a retomada do nível de crescimento do PIB per capita afetaria positivamente o nível de gastos neste segmento de consumo. Menos da metade dos entrevistados responderam que decidiriam por cortar gastos caso houvesse piora no orçamento doméstico, demonstrando algum tipo de resiliência neste segmento de consumo

Figura 11: Participação da educação do orçamento doméstico dos brasileiros



Fonte: IBGE, HSBC

Na Figura 11 observa-se que a participação dos gastos em educação das famílias brasileiras dobrou nos últimos 8 anos demonstrando a relevância deste gasto no orçamento doméstico além da tendência de crescimento que o segmento possui.

Segmento extremamente fragmentado com oportunidades para consolidação

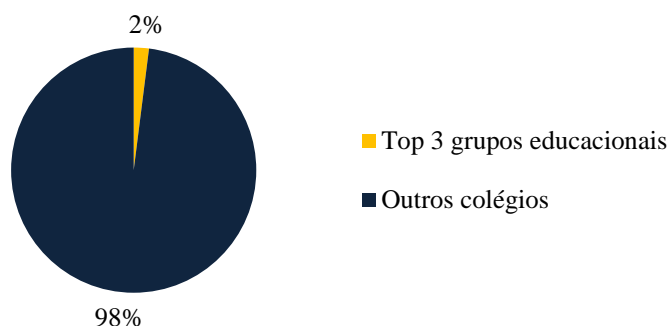
Apesar de um mercado estimado em mais de 50 bilhões de reais, existem apenas 3 grupos educacionais privados relevantes focados em educação básicas. Destes grupos apenas a Somos Educação possui capital aberto na bolsa. Os outros dois grupos são a Eleva Educação e o Grupo SEB. Somando o número de alunos destes 3 grupos, chegamos a aproximadamente 122 mil alunos³⁵. Em um mercado alvo de 6.8 milhões³⁶ de alunos, que seria o número apresentado na Figura 5 de 9.1 milhões descontando alunos do segmento de ensino adulto, creche, e educação técnica, conseguimos chegar

³⁵ <<http://ri.somoseducacao.com.br>>, acesso em 23 mar. 2017

³⁶ Inep, Sinopse Estatística da Educação Básica (2015)

em um *market share* de aproximadamente 2% do total de alunos matriculados em escolas dos 3 grupos educacionais somados.

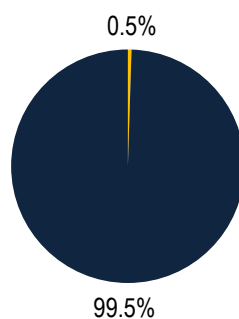
Figura 12: Market Share dos 3 maiores grupos educacionais privados em número de alunos



Fonte: Inep, Somos - Relação com Investidores, elaboração própria

Caso o mesmo exercício seja realizado com o número de escolas privadas dos 3 maiores grupos somaria 122 escolas, e segundo o Ministério da Educação estima-se que sejam aproximadamente 24,4 mil escolas privadas no Brasil. Assim sendo o *market share* dos três maiores grupos em termos de número de escolas seria ainda menor, aproximadamente 0.5% do total.

Figura 13: Market Share dos 3 maiores grupos educacionais privados em número de escolas



Fonte: Inep, Somos - Relação com Investidores, elaboração própria

Observa-se então que ainda não houve um movimento de consolidação do segmento de educação básica no Brasil, os 3 maiores grupos unidos não possuem uma participação de mercado relevante e separadamente são ainda menores. Assim sendo o mercado é

extremamente fragmentado e ainda possui espaço para a formação de um grande *player* nacional.

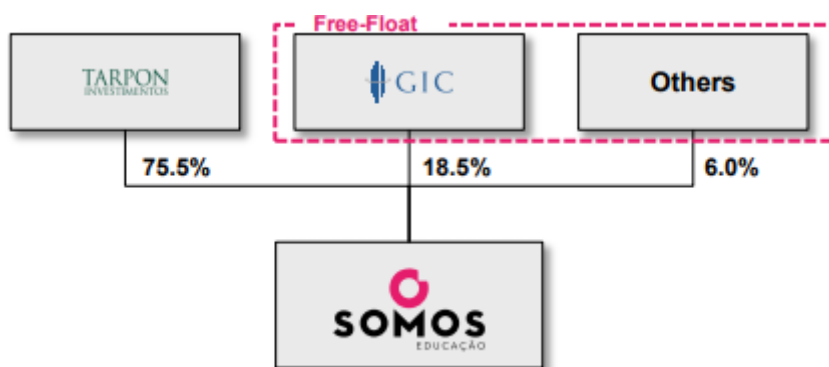
Pode-se inferir que o ambiente competitivo ainda se mostra pouco desenvolvido em comparação ao segmento de educação superior onde já houve um forte movimento de consolidação e os maiores players possuem mais do que 30% do mercado total³⁷.

3.3 Análise Micro

A SOMOS Educação

A SOMOS Educação é um grupo educacional que possui ações transacionadas na Bolsa de Valores de São Paulo (“B3”) desde 2011. Antes desta data, quando ainda era denominada Abril Educação, foi um caso de investimento de Private Equity bem sucedido, envolvendo todas as etapas do ciclo de investimentos, e executado pela BR Investimentos, atual Bozano Investimentos. Hoje em dia é controlada pela Tarpon Investimentos que possui mais do que 75% do total das ações e ainda possui uma participação relevante do GIC, o Fundo Soberano de Singapura como integrante do capital social.

Figura 14: Estrutura Acionária da SOMOS Educação



Fonte: SOMOS Educação RI

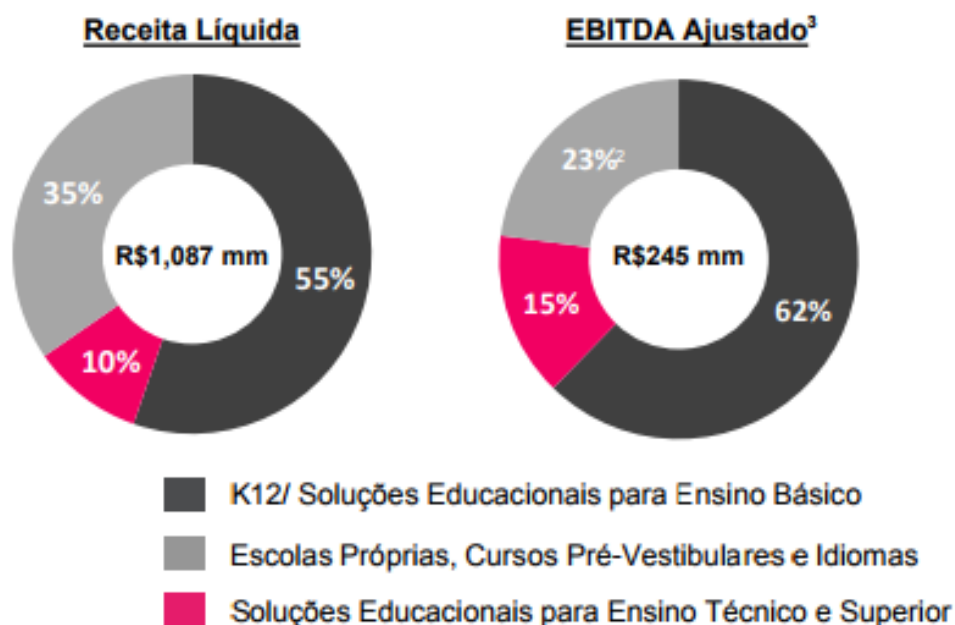
A empresa possui diversas linhas de atuação no segmento de educação se destacando como o maior grupo do segmento de Educação Básica do Brasil. A empresa se organiza em três linhas de negócios³⁸:

³⁷ <<http://ir.kroton.com.br/>> Kroton day presentation, acesso em 23 mar. 2017

³⁸ <<http://ri.somoseduacao.com.br/>>, acesso em 23 mar. 2017

- I. K12/ Soluções Educacionais para o Ensino Básico: Corresponde a 55% do total da receita (tendo como base Setembro/2016), e engloba os segmentos de Sistemas de Ensino, Editoras e soluções Digitais, além de outras soluções educacionais.
- II. Escolas Próprias, Cursos Pré-Vestibulares e Idiomas: corresponde a 35% do total da receita (tendo como base Setembro/2016), e engloba as escolas de propriedade do grupo que no total são 32 escolas próprias em 6 estados do Brasil.
- III. Soluções Educacionais para Ensino Técnico e Superior: corresponde a 10% do total da receita (tendo como base Setembro/2016), e engloba os segmentos de cursos preparatórios, Soluções Educacionais, e outras linhas de negócios voltadas especificamente para estes segmentos de ensino.

Figura 15: Participação de cada unidade de negócio na Receita Líquida e no EBITDA Ajustado¹ (em Set/2016)



Fonte: SOMOS Educação RI

¹EBITDA Ajustado por despesas não recorrentes e provisão de Stock-Option

Figura 16: Marcas e unidades de Negócio da SOMOS Educação (em Set/2016)



Fonte: SOMOS Educação RI

Conforme já apresentado, a ideia deste trabalho é a avaliação do segmento de Escolas Próprias, Cursos Pré-Vestibulares e Idiomas (em conjunto “Escolas Próprias”) de maneira isolada, e desta forma a avaliação a seguir e os demais capítulos tratarão deste segmento de maneira separada das demais linhas de negócios da SOMOS Educação. O fundo fará uma oferta pela empresa toda mas o foco será o crescimento nesta linha de negócios.

Diferenciais competitivos do segmento de Escolas Próprias da SOMOS Educação

Conforme indicado no capítulo anterior, existem poucos grupos grandes no segmento de Educação Básica, e a SOMOS dentre seus competidores pode ser considerada a maior em termos de receita, com faturamento líquido consolidado de R\$ 1,8 bilhões em 2016, e com a maior sofisticação em termos de estrutura de governança corporativa, dado que já passou por um ciclo inteiro de investimento de Private Equity, possui ações transacionadas na bolsa, e possui investidores qualificados nacionais e internacionais entre seus maiores investidores. Assim sendo, pode ser considerada a empresa mais bem estruturada organizacionalmente do segmento de Educação Básica.

Na unidade de negócios responsável pelas escolas próprias do grupo, a empresa sempre teve um viés de crescimento através de aquisições. Dentre os alvos para as aquisições, as escolas possuíam um perfil similar: escolas de médio porte com marcas reconhecidas, boa performance nos exames admissionais das faculdades e excelência acadêmica. Assim sendo a empresa iniciou a sua estratégia com a aquisição do Grupo Ph no Rio de Janeiro e depois começou a expandir geograficamente para outros estados do Sudeste, Centro-Oeste, e Nordeste do Brasil.

Figura 17: Participação de cada unidade de negócio na Receita Líquida e no EBITDA Ajustado¹ (em Set/2016)

Marca	Estado	Unidades	Ano de aquisição
	RJ	16	2012
	DF	4	2013
	PE	4	2013
	MT	2	2014
	SP	1	2015
	GO	1	2016
	SP	4	2010
Total Escolas e Cursos Prep.		32	-

Fonte: SOMOS Educação RI

O Know-how e a capacidade instalada no que diz respeito à expertise na execução de aquisições e a capacidade de integração operacional e educacional também são outros pontos que podem ser considerados diferenciais competitivos. A empresa já possui uma estrutura administrativa unificada para todas as escolas, o que é uma sinergia imediata pós aquisição de um novo *target*³⁹. A implementação de processos de matrícula, melhores práticas de captação de alunos e o desenvolvimento de um controle de qualidade para todas as escolas do grupo também são diferenciais que fazem a diferença na performance operacional e educacional das escolas do grupo.

³⁹ Target, palavra em inglês que denomina uma empresa alvo

Análise das Forças de Porter⁴⁰

Desenvolvida por Michael Eugene Porter, professor da Universidade de Harvard especializado em tópicos relacionados à competição de empresas, as *5 forças de Porter* apresenta uma ferramenta mental para a avaliação da atratividade de uma empresa dentro de um cenário competitivo do setor na qual esta inserida. Tendo em vista que a atratividade representa a rentabilidade para o investidor, empresas mais atrativas são empresas mais rentáveis dentro de determinado setor. Quanto maior a competição por retornos em determinado setor, menor será a rentabilidade e portanto a atratividade. A ferramenta mental desenvolvida pelo professor se baseia em 5 forças competitivas, segue abaixo:

- I. *Ameaça de novos entrantes*: quanto maiores os retornos esperados em determinado mercado, maior será a atratividade percebida por novas firmas. Partindo desta mesma ótica, quanto maior a competição em determinado mercado, menor será o retorno, logo quanto mais fácil a entrada de novos competidores menor será o retorno do setor. Tal facilidade de entrada pode ser mitigada através de barreiras de entrada, que são fatores de mercado ou intrínsecos ao próprio *business model*, que dificultariam a entrada de novos competidores, como por exemplo o alto nível de tecnologia envolvido, rede de distribuição já desenvolvida e fidelidade do cliente à marca.
- II. *Rivalidade entre os concorrentes*: representa nível de competição por rentabilidade e *market share* já estabelecido em certo mercado. Onde a rivalidade é alta, observa-se gastos elevados com marketing ou desenvolvimento de novos produtos.
- III. *Ameaça de produtos substitutos*: são produtos ou serviços de igual utilidade que poderia ser utilizado pelo cliente final, não necessariamente do mesmo segmento de mercado. Um exemplo seria a decisão por consumir um suco de laranja ao invés de uma Coca Cola.
- IV. *Poder de Negociação com fornecedores*: fatores que poderiam afetar esta Força de Porter incluem a quantidade de fornecedores disponível, custos para a mudança de fornecedores e a importância dos produtos dos fornecedores.

⁴⁰ O modelo das Cinco Forças de Porter, concebido por Michael Porter, foi publicado na forma do artigo "As cinco forças competitivas que moldam a estratégia", em 1979, na Harvard Business Review e destina-se à análise da competição entre empresas.

- V. *Poder de negociação dos clientes*: a força pela qual a empresa teria para a negociação com clientes. A melhor forma para analisar seria a capacidade de repasse dos preços para os clientes e quantidade de empresas similares.

Aplicando para o caso do segmento de escolas próprias da SOMOS Educação:

- I. *Ameaça de novos entrantes*: esta força poderia ser considerada baixa para a SOMOS Educação, tendo em vista que a competição das escolas existe em nível regional e existe uma dificuldade alta em abrir uma escola com uma nova marca e atrair alunos de outras escolas dado que um dos principais fatores de atração é a própria marca e o nível de qualidade atrelada a ela, e uma nova escola não teria como comprovar este nível qualidade no curto prazo. Isto pode ser observado na tabela abaixo, que mostra que número de alunos por escola tem aumentado ao longo dos anos:

Figura 18: Comparação de crescimento entre escolas e alunos

Ano	Escolas Privadas	Alunos Privados	Alunos/Escola
2008	35,138	7,101,043	202
2010	36,289	7,560,382	208
2012	38,060	8,322,219	219
2014	39,575	9,090,781	230
CAGR	2.0%	4.2%	2.2%

Fonte: MEC/Inep/Deed

- II. *Rivalidade entre os concorrentes*: esta força é baixa para a SOMOS Educação, tendo em vista que existem poucos grandes grupos educacionais operando no Brasil. Consegue-se observar no setor escolas tradicionais que conseguem sobreviver sem uso de grandes estratégias marketing. Existem apenas três grupos educacionais com presença nacional e mais de 15 mil estudantes, frente a um mercado de mais de 9 milhões de alunos privados.

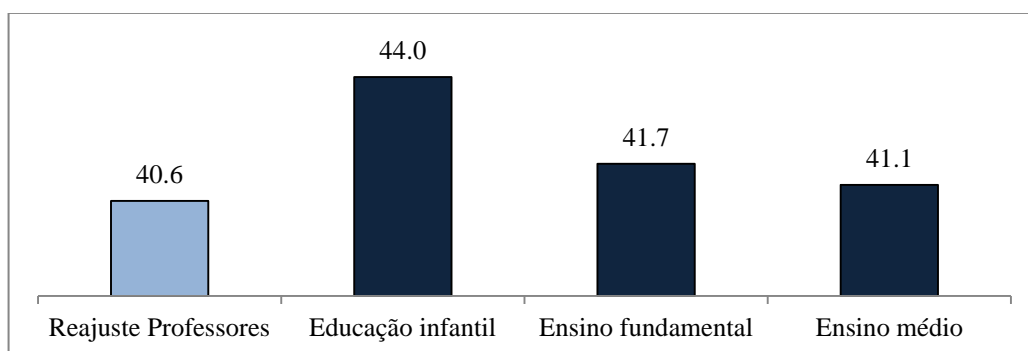
Figura 19: Maiores grupos educacionais em número de alunos

Grupo	# de alunos (mil)	Presença
SEB	63	Nacional
Eleva	30	Nacional
Somos	29	Nacional
Grupo Educar	14	Estadual
Positivo	13	Estadual
Outros	8,942	Estadual

Fonte: Inep

- III. *Ameaça de produtos substitutos*: esta força é média para a SOMOS Educação, tendo em vista que existe a possibilidade de estudo em escolas públicas do forma gratuita, que seria um serviço substituto ao serviço ofertado pela SOMOS que é privado. Entretanto o diferencial de qualidade entre os dois serviços, conforme demonstrado na análise macro através de dados, é um fator mitigante para esta força.
- IV. *Poder de Negociação com fornecedores*: esta força é considerada média para a SOMOS Educação, tendo em vista que o fornecedor de serviço é o professor, que pode ser relevante no ensino médio, onde é o momento de preparação para o vestibular e precisa ser qualificado dado que aprovação é uma métrica observada pelos pais no momento da escolha do colégio. Entretanto no ensino infantil e fundamental, o professor possui menos poder de barganha, dado que pode ser substituído por um professor mediano de perfil similar. A análise pode ser ilustrada pelo gráfico abaixo que demonstra que o reajuste de preços é sempre maior do que o reajuste salarial de professores, mas em menor nível quando ocorre no ensino médio.

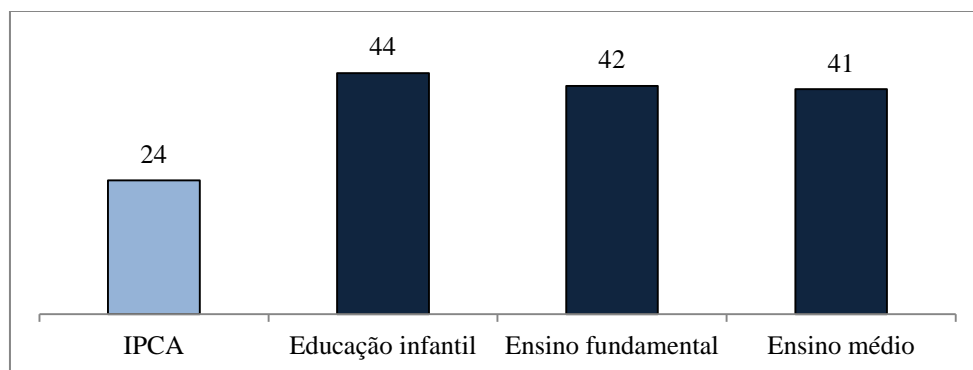
Figura 20: Reajuste salarial dos professores vs. IPCA Educacional de 2012 até 2016 (% acumulado)



- V. *Poder de negociação dos clientes*: esta força é considerada média, um aumento de preço acima da expectativa dos clientes pode levar a um aumento da evasão para outras escolas ou até escolas públicas, entretanto existe um custo de mudança alto do aluno da escola no qual também está envolvido o emocional da criança que terá menos contato com amigos e deverá realizar a mudança no meio do ano acarretando em possíveis dificuldades para a formação, tendo em vista que colégios não possuem um sistema de ensino idêntico. O gráfico abaixo

mostra que o setor educacional reajustou preços acima do IPCA durante anos, o que justifica um poder de barganha alto com clientes.

Figura 21: Reajuste do IPCA acumulado de 2012 até 2016 – Setor educacional vs. Índice geral (% acumulado)



Fonte: IBGE

Capítulo 4 – Estrutura da Transação

4.1. Fases iniciais

Neste caso teórico, a Gestora de Private Equity faria uma oferta pela empresa toda, entretanto o foco principal seria crescimento através da linha de negócios relacionada ao segmento de Escolas Próprias.

A parte da análise macro a micro seria realizada após a assinatura de um Acordo de Confidencialidade, onde seria preparado um material interno para apresentação aos investidores ou dependendo da estrutura do fundo para algum comitê de investimento.

Após a aprovação do investimento seria submetida aos acionistas da SOMOS Educação uma Carta de Intenções de Compra, que seria uma carta de oferta não-vinculante⁴¹ apresentando as intenções de preço e forma de pagamento para a aquisição da empresa. Nesta carta será solicitado um período de exclusividade para a Gestora de Private Equity realizar a análise econômico-financeira, isto ocorre porque neste momento são contratados diversos profissionais terceirizados, como auditores e advogados, para a realização da *Due Diligence* contábil e legal.

4.2. Due Diligence

Após o aceite da proposta não vinculante e a concessão do período de exclusividade, a gestora de Private Equity começará o trabalho de Due Diligence. Na Due Diligence Contábil, será contratado um escritório especializado em auditoria para auxiliar no exame minucioso dos números apresentados pela empresa alvo, de forma a certificar que as demonstrações financeiras apresentadas condizem com a realidade. Este trabalho em sua versão final é denominado “Quality of Earnings”⁴², e é de extrema importância para a certeza de que o múltiplo da transação está considerando o EBITDA correto e o gestor de Private Equity, por consequência, estará pagando pelo que irá receber. Além da exatidão dos números, a firma de auditoria contratada também quantificará o tamanho das contingências de natureza trabalhistas, tributárias e ambientais, de forma a apresentar à firma de Private Equity o risco contábil que estará correndo após a execução da transação.

⁴¹ Oferta de compra enviada para a empresa alvo sem obrigação jurídica de ser cumprida

⁴² Quality of Earnings, em inglês significa a qualidade dos resultados. É o nome do relatório final emitido pela firma de auditoria com o parecer sobre a confirmação dos números enviados pela empresa

Para auxiliar na decisão de riscos e demais assuntos jurídicos, também é realizada a Due Diligence Jurídica, na qual um escritório de Advocacia é contratado para verificar as contingências apontadas.

Após passada a fase de Due Diligence e com a gestora estando confortável com a proposta não vinculante submetida, existe a submissão da oferta de compra vinculante, onde desta vez será a oferta final para a aquisição das ações da parte de Escolas Próprias da SOMOS Educação.

4.3. Closing

Neste momento serão pactuados o Acordo de Compra e Venda de Ações (“SPA”⁴³) e o Acordo de Acionista (“SHA”⁴⁴) caso existe algum sócio remanescentes após a transação.

No SPA, serão definidos todos os parâmetros da transação e demais definições para a efetivação da mesma, como estrutura de garantias, cláusulas de Earn Out ou Ratchet, e mecânica de correção e pagamento do Sellers Note.

No SHA, serão definidos todos os direitos de cada um dos acionistas na empresa adquirida. Neste momento os sócios deverão entrar em consenso para a definição dos vetos em cada matéria deliberativa em Assembleia Geral Extraordinária⁴⁵ além da quantidade de membros que serão indicados para o Conselho de Administração da empresa.

De maneira genérica, quando se trata de governança corporativa existe a Assembleia Geral Extraordinária (“AGE”) que trata de assuntos mais relacionados à macro decisões e é formada por todos os acionistas, o Conselho de Administração que é indicado pela AGE e cuida de decisões importantes e políticas estratégicas da empresa que por sua vez orienta os Diretores, que são responsáveis pela execução e implementação de tais políticas dentro da empresa.

⁴³ SPA, sigla em inglês que denomina Selling and Purchase Agreement, ou contrato de compra e venda em português

⁴⁴ SHA, sigla que denomina Shareholders' agreement, ou acordo de acionistas em português

⁴⁵ Assembleia Geral Extraordinária (AGE), é a reunião de acionistas, realizada conforme especificado na lei e/ou estatuto da companhia.

Capítulo 5 – Projeções financeiras e proposta

5.1. Múltiplo da transação

Conforme mencionado anteriormente, existem diversas formas para precificar uma empresa. No caso em questão, a firma de private equity utilizará a avaliação por múltiplos. Para este tipo de avaliação, duas premissas precisam ser levadas em consideração. Primeiramente o múltiplo precisa ser padronizado, ou seja, é necessário que seja utilizada a mesma métrica para a comparação com outras empresas do mercado, neste caso o múltiplo escolhido será o EV/EBITDA⁴⁶. E ainda, as empresas precisam ser comparáveis, ou seja, precisam ter operações semelhantes, e quanto o maior número de empresas melhor será a análise.

A SOMOS já é transacionada em bolsa, entretanto possui pouca liquidez dado que apenas 6% das suas ações integram o *free float*⁴⁷, e o restante está em posse do bloco de controle formado pela Tarpon e o GIC. Assim sendo o múltiplo EV/EBITDA da empresa pode apresentar pouca correlação com a expectativa do mercado.

Para encontrar a melhor precificação podemos observar o mesmo múltiplo de empresas transacionadas em outros países como alvo para comparação. As empresas escolhidas foram a Bright Horizons, empresa americana de educação, e a Nord Anglia empresa de educação que opera em Hong Kong, e a New Oriental que opera na China. Historicamente tais companhias apresentam uma mediana de 14.5x EV/EBITDA⁴⁸, e este será o múltiplo utilizado para a proposta de aquisição da SOMOS Educação tendo como base o ano de 2017.

Figura 22: Múltiplo EV/EBITDA para a aquisição da SOMOS Educação:

Ano	EBITDA (Projetado)	Múltiplo EV/EBITDA
2017	357.1	14.5x
2018	396.4	13.0x

Fonte e elaboração: Elaboração própria do autor com dados disponíveis no departamento de RI da Somos Educação.

⁴⁶ EV/EBITDA, Enterprise Value (ou valor da empresa) sobre o EBITDA desta mesma empresa, calculado em vezes, por exemplo: 5.5x EV/EBITDA. Para fins de valuation, geralmente considera-se o EBITDA Forward, ou seja a expectativa do mercado para o EBITDA do ano posterior.

⁴⁷ Free float, ações livremente transacionadas por acionistas da bolsa de valores

⁴⁸ Fonte: Capital IQ, acesso no dia 25 de março

5.2. Proposta

O valor total oferecido será de R\$ 4 bilhões para adquirir 100% das ações da Somos Educação. O valor será oferecido da seguinte forma:

Cash out: Do montante total, 60% será entregue para os acionistas no dia do fechamento da operação a título de Cash Out. O montante total entregue será de R\$ 2,4 bilhões em apenas uma parcela, e a fonte de recursos será o fundo de investimento ativo da gestora de *private equity* (100% equity).

Seller's Note: Do montante total, 40% será entregue no ano de 2022 aos acionistas da Companhia, a título de Seller's Note. Este montante totaliza R\$ 1,6 bilhões e será corrigido anualmente pela SELIC, de forma a minimizar o custo de oportunidade da retenção destes recursos. De forma a proteger os investidores do Fundo de possíveis prejuízos acarretados pelas contingências que teoricamente foram levantadas durante a Due Diligence da empresa, deste valor será descontada qualquer contingência que possa vir a se materializar durante o período de investimento do Fundo. Este montante será pago com o caixa gerado pela própria empresa em 2022, somado ao montante da taxa SELIC que incorrerá no período da aquisição até o aniversário da transação em 2022.

Figura 23: Estrutura da proposta de aquisição:

Estrutura da proposta (em R\$ milhões)	
Cash-out	2,400
Seller's Note	1,600
% Adquirido	100.0%
Valor da Companhia para o Acionista (Equity Value)	4,000
(+) Dívida Líquida Existente (última posição)	1,171
Valor da Empresa (Enterprise Value ou EV)	5,171

Fonte e elaboração: Elaboração própria do autor com dados disponíveis no departamento de RI da Somos Educação.

Capítulo 6 – Projeções financeiras e estratégia de criação de valor

6.1 Definições Contábeis

Antes de detalhar as projeções financeiras da Somos Educação, é necessário realizar algumas definições com respeito aos principais termos contábeis e demonstrativos financeiros que serão apresentados.

1. Demonstrativo de Resultado (“DRE”)

Descreve o perfil operacional da empresa em certo período. Neste demonstrativo você encontrará as entradas e saídas de recursos separadas em Custos e Receitas, tendo uma estrutura padronizada para facilitar a linguagem entre os agentes do mercado. A Estrutura padrão é:

Receita Bruta

(-) Deduções

Receita Líquida

(-) Custo dos Produtos Vendidos/Custo do Serviço Prestado (“CMV”/ “CSP”, ou “COGS” em inglês)

Lucro Bruto

(-) Despesas Operacionais (em inglês “SG&A”)

Lucro Antes do Resultado Financeiro

(-) Despesas Financeiras

(+) Receitas Financeiras

(+/-) Resultado não operacional

Lucro antes dos Impostos

Imposto de Renda e Contribuição Social

Lucro Líquido do Exercício

Para fins de análise realizamos algumas alterações na estrutura padrão de forma a incluir o EBITDA neste demonstrativo, que não é um conceito contábil. Para isto, separa-se a depreciação e amortização que geralmente está incluído dentro das linhas de CMV e SG&A.

Balanco Patrimonial (BP)

O BP é dividido em três partes:

Ativo: bens, direitos e outras aplicações de recursos da empresa. Pode ser dividido em circulante e não circulante dependendo do prazo exigido para a liquidação destes ativos e transformação em caixa, que é o ativo considerado mais líquido.

Passivo: obrigações da empresa com terceiros. Pode ser dividido em circulante e não circulante dependendo do prazo exigido para o pagamento destes passivos

Patrimônio Líquido: grupo de contas que registra o valor contábil pertencente aos acionistas ou quotistas

Estas contas são apresentadas de forma acumulativa, ou seja, o BP apresenta uma “foto” da empresa em determinado período do tempo. Para o balanço estar fechado corretamente a identidade abaixo precisa ser seguida:

Ativo = Passivo + Patrimônio Líquido

Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

Apresenta as variações no caixa da empresa, com a saída e entrada de recursos ocasionada pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento que ocorrem em um período de tempo. Conforme presente na definição formal do Portal de Contabilidade⁴⁹:

“As Atividades Operacionais são explicadas pelas receitas e gastos decorrentes da industrialização, comercialização ou prestação de serviços da empresa. Estas atividades têm ligação com o capital circulante líquido da empresa.

As Atividades de Investimento são os gastos efetuados no Realizável a Longo Prazo, em Investimentos, no Imobilizado ou no Intangível, bem como as entradas por venda dos ativos registrados nos referidos subgrupos de contas.

As Atividades de Financiamento são os recursos obtidos do Passivo Não Circulante e do Patrimônio Líquido. Devem ser incluídos aqui os empréstimos e financiamentos de

⁴⁹ Fonte: Portal de contabilidade, acesso no dia 25 de março, <
<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/ademonstracaodosfluxos.htm>>

curto prazo. As saídas correspondem à amortização destas dívidas e os valores pagos aos acionistas a título de dividendos, distribuição de lucros.”

6.2 Projeções Financeiras

Abaixo estarão as projeções financeiras realizadas para a implementação do plano de negócios do investimento teórico na Somos Educação. Em ordem será apresentado o DRE, Balanço Patrimonial e Demonstrativo de Fluxo de Caixa. Alguns comentários precisarão ser feitos para a melhor análise dos números, dado que a estratégia de criação de valor possui influência relevante no aumento de margem e no crescimento apresentado entre 2017 e 2022.

DRE (Em R\$ milhões)

DRE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR 17-22	CAGR 14-17
Receita líquida	1,132.9	1,183.6	1,869.1	2,074.6	2,302.9	2,794.0	3,339.1	3,944.2	4,378.0	16.1%	22.3%
YoY Growth %	9.3%	4.5%	57.9%	11.0%	11.0%	21.3%	19.5%	18.1%	11.0%		
(-) COGS	(407.5)	(470.0)	(923.6)	(935.8)	(1,038.8)	(1,153.0)	(1,291.6)	(1,457.3)	(1,653.0)	12.1%	31.9%
Lucro Bruto	725.3	713.7	945.4	1,138.8	1,264.1	1,640.9	2,047.4	2,486.8	2,725.0	19.1%	16.2%
% Receita Líquida	64.0%	60.3%	50.6%	54.9%	54.9%	58.7%	61.3%	63.1%	62.2%		
(-) SG&A	(523.7)	(580.2)	(819.3)	(781.7)	(867.7)	(1,153.4)	(1,459.4)	(1,788.0)	(1,951.5)	20.1%	14.3%
EBITDA	201.6	133.5	126.2	357.1	396.4	487.6	588.0	698.8	773.5	16.7%	21.0%
Margem EBITDA	17.8%	11.3%	6.7%	17.2%	17.2%	17.5%	17.6%	17.7%	17.7%		
(-) D&A	(13.2)	(18.8)	(21.7)	(24.1)	(28.9)	(37.0)	(46.2)	(56.9)	(72.2)		
EBIT	188.4	114.7	104.5	333.1	367.5	450.6	541.8	641.9	701.2	16.1%	20.9%
Margem EBIT	16.6%	9.7%	5.6%	16.1%	16.0%	16.1%	16.2%	16.3%	16.0%		
Resultado não operacional	(34.4)	(610.5)	(40.2)	(51.3)	0	0	0	0	0		
Despesa Financeiras	(93.1)	(170.0)	(269.1)	(250.7)	(338.4)	(332.2)	(319.2)	(307.7)	(297.9)		
Receita Financeira	36.1	24.0	79.4	77.4	59.42	53.99	31.88	15.62	6.13		
EBT	96.9	(641.8)	(125.4)	108.5	88.5	172.4	254.5	349.8	409.5	30.4%	3.8%
Margem EBT	8.6%	(54.2%)	(6.7%)	5.2%	3.8%	6.2%	7.6%	8.9%	9.4%		
% of EBT	(53.1%)	(2.5%)	34.0%	21.4%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%		
(-) Impostos	51.5	(16.1)	(35.2)	(23.2)	(30.1)	(58.6)	(86.5)	(118.9)	(139.2)		
Lucro Líquido	148.4	(657.9)	(160.6)	85.3	58.4	113.8	168.0	230.9	270.2	25.9%	(16.8%)
Margem Líquida	13.1%	(55.6%)	(8.6%)	4.1%	2.5%	4.1%	5.0%	5.9%	6.2%		

Fonte e elaboração: Elaboração própria do autor⁵⁰ com dados disponíveis no departamento de RI da Somos Educação.

⁵⁰ O DRE de 2017 foi anualizado, a partir de 2018 foi projetado

Balço Patrimonial (Em R\$ milhões)

Balço Patrimonial	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo circulante	980.6	1,576.4	1,568.9	1,746.9	1,786.7	1,795.1	1,896.3	2,103.4	2,518.4
Caixa e Caixa Equivalente	369.1	269.3	604.3	676.2	598.2	353.2	173.1	67.9	259.0
Recebíveis de Clientes	399.3	524.1	478.7	531.4	589.9	715.7	855.3	1,010.3	1,121.4
Estoques	189.1	364.7	457.2	507.5	563.4	683.5	816.8	964.9	1,071.0
Outros Ativos	23.1	418.3	28.6	31.8	35.2	42.8	51.1	60.4	67.0
Ativo não circulante	2,411	2,092	1,907	4,976.7	4,971.9	5,177.8	5,382.6	5,585.9	5,570.6
Ágio	1,198.0	1,136.4	759.9	759.9	759.9	759.9	759.9	759.9	759.9
Ágio da aquisição				3,071.8	3,071.8	3,071.8	3,071.8	3,071.8	3,071.8
Intangíveis	924.6	658.2	792.6	768.5	739.6	702.6	656.5	599.6	527.3
Outros Ativos não circulantes	181.8	180.9	228.4	228.4	228.4	228.4	228.4	228.4	228.4
Imobilizado	106.7	116.4	126.5	148.2	172.2	415.1	666.1	926.3	983.2
Total dos Ativos	3,391.6	3,668.2	3,476.3	6,723.6	6,758.6	6,972.9	7,279.0	7,689.3	8,089.0
Passivo Circulante	402.7	942.8	1,438.0	1,599.4	1,582.2	1,670.9	1,781.4	1,916.0	1,981.6
Empréstimos de curto prazo	39.5	63.1	685.2	763.8	654.7	545.6	436.4	327.3	218.2
Contas a pagar	145.6	299.4	397.6	441.3	489.9	594.3	710.3	839.0	931.3
Obrigações Sociais e Tributárias	84.5	9.2	13.9	15.5	17.2	20.8	24.9	29.4	32.6
Outros Passivos	133.0	571.1	341.3	378.8	420.5	510.2	609.7	720.2	799.5
Passivo não circulante	1,458.7	1,790.9	1,195.4	2,724.2	2,718.0	2,729.8	2,757.4	2,802.3	2,866.1
Empréstimos de longo prazo	820.1	1,520.4	945.2	868.3	744.3	620.2	496.2	372.1	248.1
Impostos a pagar	134.3	153.2	145.2	150.9	120.7	90.6	60.4	30.2	0.0
Outros passivos não circulantes	504.4	117.3	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
Seller's Note				1,600.0	1,748.0	1,914.1	2,095.9	2,295.0	2,513.0
Patrimônio Líquido	1,530.2	934.5	842.9	2,400.0	2,458.4	2,572.2	2,740.2	2,971.1	3,241.3
Capital Social	852.9	852.9	852.9	2,400.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0	2,400.0
Reserva de lucros	668.4	69.9	(18.9)	0.0	58.4	172.2	340.2	571.1	841.3
Patrimônio Líquido + Passivos	3,391.6	3,668.2	3,476.3	6,723.6	6,758.6	6,972.9	7,279.0	7,689.3	8,089.0

Fonte e elaboração: Elaboração própria do autor com dados disponíveis no departamento de RI da Somos Educação.

Demonstrativo de Fluxo de Caixa (Em R\$ milhões)

Fluxo de Caixa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	201.6	133.5	126.2	357.1	396.4	487.6	588.0	698.8	773.5
Impostos	51.5	(16.1)	(35.2)	(23.2)	(30.1)	(58.6)	(86.5)	(118.9)	(139.2)
Não Recorrente	(34.4)	(610.5)	(40.2)	(51.3)	-	-	-	-	-
Δ Capital de Giro	(101.4)	(179.0)	215.6	(23.3)	(25.9)	(55.6)	(61.8)	(68.6)	(49.2)
Δ Outras Contas	4.7	(324.6)	316.6	-	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa de operações	121.9	(996.8)	583.0	259.4	340.4	373.3	439.7	511.3	585.1
Capex de novas unidades					-	(214.0)	(214.0)	(214.0)	-
Capex de Manutenção	(7.6)	237.9	(166.2)	(21.7)	(24.1)	(28.9)	(37.0)	(46.2)	(56.9)
Fluxo de caixa de Investimentos	(7.6)	237.9	(166.2)	(21.7)	(24.1)	(242.9)	(251.0)	(260.2)	(56.9)
Nova Dívida	156.5	742.8	38.9	7.4	-	-	-	-	-
Pagamento da Dívida	-	-	-	-	(263.3)	(263.3)	(263.3)	(263.3)	(263.3)
Juros da Sellers' Note	-	-	-	-	148.0	166.1	181.8	199.1	218.0
Resultado Financeiro	(57.0)	(146.0)	(189.7)	(173.3)	(279.0)	(278.2)	(287.3)	(292.1)	(291.8)
Dividendos	(205.5)	62.2	69.0	-	-	-	-	-	-
Fluxo de caixa de financiamento	(106.0)	659.1	(81.8)	(165.8)	(394.3)	(375.5)	(368.8)	(356.3)	(337.1)
Caixa (BoP)	360.7	369.1	269.3	604.3	676.2	598.2	353.2	173.1	67.9
Fluxo de caixa do período	8.3	(99.8)	335.0	71.8	(77.9)	(245.0)	(180.1)	(105.2)	191.1
Caixa (EoP)	369.1	269.3	604.3	676.2	598.2	353.2	173.1	67.9	259.0

Fonte e elaboração: Elaboração própria do autor com dados disponíveis no departamento de RI da Somos Educação.

6.3 *Business Plan*⁵¹ e Estratégia de Criação de valor

Outra parte importante na estratégia de investimento de um fundo de private equity é a criação de valor. Logo após a assinatura dos contratos finais para a aquisição do ativo, o GP precisa se preocupar com as formas de crescimento a geração de valor para a empresa adquirida.

A primeira iniciativa, seria a criação de um plano de 100 dias. Neste plano, que marcará o início da nova gestão, ocorrerá uma primeira “arrumação da casa”, onde todas as diretrizes que precisam existir para a governança corporativa funcionar serão instauradas. Rotinas, processos e reestruturações serão realizadas para que o fundo possa ter o controle e a fonte de informação para a tomada de decisões.

Como reestruturações mais óbvias neste primeiro momento, podemos destacar o corte de custos com o departamento de Relação com Investidores que não se fará mais necessário, tendo em vista que a empresa agora é uma empresa privada. A otimização de recursos humanos também é um ponto de atenção para que a alocação dos funcionários seja realizada da melhor maneira possível de forma a conter os desperdícios que poderiam estar acontecendo na gestão anterior.

Outra ponto importante da tese, é a alocação de executivos de confiança do fundo para realizar a nova estratégia de crescimento da empresa. De forma a alinhar os interesses, após a contratação destes executivos o estabelecimento de metas que possibilitariam um plano de participação nos lucros da empresa além da possibilidade da realização de um plano de stock options⁵² se tornam alternativas viáveis para a retenção e o incentivo necessário para a nova gestão.

No caso em questão, a principal meta é a realização de aquisições e crescimento orgânico, de forma a consolidar um mercado que ainda encontra-se fragmentado. Desta forma no modelo projetado, foram assumidas algumas premissas relacionadas à aquisição de novas escolas pela Somos Educação após o investimento pelo fundo. Estas

⁵¹ Business Plan, em português significa Plano de Negócios

⁵² Stock options, em português plano de opção de ações. Executivos “chave” recebem ações da empresa de forma a alinhar os interesses com o fundo. Estas ações possuem características especiais e um tempo pré-determinado para tornarem-se vinculantes.

premissas são fundamentais para o crescimento projetado de 16.1% na Receita Líquida da empresa. Vale lembrar que a projeção é conservadora, dado que tendo como base de comparação os anos anteriores a empresa estava crescendo 18.9% de forma consolidada.

Foram projetadas aquisições de 45 novas unidades de colégios. Desta forma a empresa passaria de 32 colégios para 77 colégios no total. As aquisições foram projetadas utilizando as premissas abaixo:

- O cronograma de aquisições considerou a aquisição de 15 unidades de colégio em 2019, 15 em 2020 e 15 em 2021, totalizando 45 novas unidades em 3 anos.
- Conforme pode-se observar na Figura 15 do capítulo 3.3 deste trabalho, 35% da receita da empresa vem do segmento de Escolas Próprias, anualizando este número e dividindo pelo número de escolas em operação (32 escolas), encontramos o número de R\$ 15,9 milhões de receita líquida por escola.
- De forma similar, sabe-se que o EBITDA do segmento de Escolas Próprias corresponde a 23% do total da empresa. Assim sendo pode-se inferir que a margem EBITDA por escola da Somos Educação é de 15% por escola.
- Foi assumido que cada escola adquirida possuía este mesmo perfil antes da aquisição. Receita de R\$ 15.9 milhões e margem de 15%.
- Para o *capex*⁵³ necessário para aquisição de uma escola utilizou-se o múltiplo teórico de 6x Valor da Escola/EBITDA, tendo em vista que a escola teria um tamanho menor e um risco maior ao ser comparado com o Colégio Sigma, que segundo fontes de mercado, foi adquirido pela Somos por um múltiplo menor do que 8x EV/EBITDA⁵⁴.
- Para o período pós aquisição, foi considerado que o colégio atingiria uma margem de 20% de EBITDA, tendo em vista que existiria a possibilidade de ganhos de sinergia com redução de custos administrativos, fornecimento de material e maior alavancagem operacional. Este fator explica o crescimento da margem EBITDA de 17.2% em 2017 para 17.7% em 2022.

As aquisições serão realizadas com o fluxo de caixa da própria empresa, e o valor pago estará presente na linha do Fluxo de Caixa de Investimentos denominada *capex* de

⁵³ Capex é a sigla da expressão inglesa capital expenditure (em português, despesas de capital ou investimento em bens de capital) e que designa o montante de dinheiro despendido na aquisição de bens de capital de uma determinada empresa.

⁵⁴ Fonte: Somos Educação RI, conversa com analistas de mercado

novas unidades. Para fins de simplificação, nestas operações não haverá a existência de ágio⁵⁵ amortizável e o montante investido será alocado na linha de imobilizado. Para fins de análise esta simplificação não traria prejuízos, dado que o ágio poderia ser parcialmente amortizado gerando um benefício tributário para o comprador, neste modelo este benefício não está sendo considerado.

6.4 Principais Riscos

Investimentos em Private Equity dentre os são conhecidos como uma das modalidades mais arriscadas de investimento. No Brasil, estes investimentos por lei só podem ser direcionados para investidores considerados qualificados⁵⁶ pela CVM. Além do risco de liquidez, que está presente por definição em todos os investimentos de Private Equity, tendo em vista que os alvos de investimento são empresas de capital fechado, segue abaixo os riscos inerentes ao plano de investimento na Somos Educação:

- 1. Risco de Execução:** O cenário base do plano de investimento prevê a aquisição de 45 colégios em 3 anos. Conforme observado ao longo deste trabalho, aquisições não são tarefas simples. Além do mapeamento de alvos com o perfil ideal, será necessário o dispêndio de tempo com a integração dos ativos após a aquisição. A execução das aquisições precisa ser feita rapidamente para que a meta de 15 aquisições por ano seja atingida, o que aumenta mais ainda a dificuldade, isto requer um time experiente além de um cenário de estabilidade econômica no Brasil. Neste caso, a Somos historicamente cresceu através da realização de aquisições, logo a equipe já possui experiência e já existe alguma inteligência de mercado para o mapeamento de potenciais *targets*.
- 2. Risco de Comunicação:** A comunicação após as aquisições são um motivo de preocupação. Escolas tradicionais geralmente possuem algum tipo de relacionamento entre a família e os membros da direção. Logo, a comunicação da compra deve ser realizada de forma a não assustar os pais dos alunos e evitar uma evasão em massa.
- 3. Custos fixos são relevantes na operação:** grande parte dos custos é atribuída a folha de pagamento e aluguel. Tais custos não são facilmente reduzidos frente a

⁵⁵ Diferença entre o valor pago na aquisição e o valor presente no patrimônio líquido do balanço da empresa.

⁵⁶ Segundo a Instrução CVM nº 554/2014, são considerados investidores qualificados as pessoas físicas e jurídicas que possuem aplicações financeiras em valor igual ou superior a um milhão de reais, e que atestem esta condição por escrito.

uma redução de receita. O número de horas necessários para cada turma em um ano letivo é fixo, e remanejamento de alunos não é uma tarefa fácil. O aluguel também é negociado via contrato, o que dificulta uma eventual renegociação. Assim sendo uma eventual redução da receita pode gerar impactos relevantes no nível de geração de caixa operacional.

- 4. Risco macroeconômico:** além de estabilidade requerida para a realização de boas aquisições, ainda existe o risco regulatório dado que a educação básica é regulada pelo Ministério da Educação (“MEC”), que pode mudar as exigências requeridas. Um exemplo disto é são as novas diretrizes que o MEC está propondo, de forma a alterar a matriz curricular das escolas com um maior direcionamento do aluno para a área de aptidão no ensino médio. Tal mudança de diretrizes, caso aprovada, requererá a adaptação por parte de diversos agentes de mercado.

Capítulo 7 – Estratégia de saída

7.1 Considerações Iniciais

Partindo da hipótese que a gestora de private equity conseguiu executar o Business Plan e a estratégia de criação de valor descrita no Capítulo 6 de forma satisfatória, e o modelo econômico-financeiro se mostrou crível, é chegada a hora do ciclo final da cadeia de private equity, o desinvestimento.

Nesta etapa, o gestor contratará um Banco de Investimento, ou alguma firma de assessoria de investimentos para auxiliar no processo de venda de forma a maximizar o valor para os investidores. Assim sendo o Banco de Investimento contratado, reunirá potenciais compradores no mundo inteiro de forma a tornar o processo de venda o mais competitivo possível. Existe ainda a possibilidade de desinvestimento da empresa através de um IPO⁵⁷, neste caso as ações serão vendidas para o público de uma maneira geral através da abertura de capital da empresa na Bolsa de Valores. Neste caso o processo é mais complexo e mais custoso, existem outros agentes que deverão ser contratados para atividades específicas, e a regulação exige que o nível de transparência seja muito maior nas informações transmitidas. No caso de IPO, o potencial de ganho pode ser ainda maior tendo em vista que o nível de concorrência pelas ações da empresa é maior e o preço é definido pelos acionistas em conjunto com os assessores financeiros, que por definição possuem incentivos para a maximização de valor.

7.2 Análise de Retorno

Geralmente no mercado de private equity observa-se a Taxa Interna de Retorno (“TIR”) e o *Cash on Cash*. A TIR é uma taxa de desconto hipotética que quando aplicada quando aplicada ao fluxo de caixa do investimento, faz com que o valor dos débitos trazidos a valor presente sejam iguais aos valores dos retornos do investimento trazidos a valor presente. Para fins de comparação, essa taxa deve ser comparada à taxa livre de risco da economia, no caso brasileiro a SELIC, de forma a comparar o custo de oportunidade. Para que este investimento se justifique, a TIR precisa ser bem maior para que se justifique o risco e o custo do capital próprio do investidor.

⁵⁷ IPO (Initial Public Offering) é uma sigla para Oferta Pública Inicial (ou OPI). Como o próprio nome diz, é quando uma empresa vende ações para o público pela primeira vez.

O *Cash on Cash* (“CoC”), representa quantas vezes o capital investido foi devolvido ao investidor após o desinvestimento. Esta análise não deve ser feita isoladamente, dado que este número pode ser alto, mas em um horizonte temporal muito maior do que o previsto. Por este motivo, observa-se o múltiplo CoC em conjunto com a TIR do investimento.

Na tabela abaixo podemos observar a estrutura da saída do desinvestimento ao mesmo múltiplo de entrada:

Figura 24: Estrutura do desinvestimento:

Estrutura do desinvestimento (em R\$ milhões)	
(=) EBITDA 2022	773.5
(x) EV/EBITDA	14.5x
(=) EV	11,200.4
(+) Dívida Líquida	(4,232.9)
(=) Equity value	6,967.5
% vendido	100%
Preço de venda	6,967.5

Elaboração: O autor

Na tabela abaixo pode-se observar o fluxo de caixa do investimento até o desinvestimento:

Figura 25: Fluxo de caixa do desinvestimento

(R\$ mm)	Dec/2017	Dec/2018	Dec/2019	Dec/2020	Dec/2021	Dec/2022
(-) Investimento	(2,400.0)	-	-	-	-	-
(+) Desinvestimento	-	-	-	-	-	6,967.5
(=) FCF to H.I.G.	(2,400.0)	-	-	-	-	6,967.5
(=) TIR	24%					
(=) CoC	2.9x					

Elaboração: O autor

Na tabela abaixo pode-se observar a tabela de sensibilidade do investimento. Nesta tabela encontra-se a sensibilidade do retorno esperado tendo como parâmetros o múltiplo do desinvestimento e o CAGR de EBITDA.

Figura 26: Tabela de Sensibilidade

CoC (x) / IRR (%)		EBITDA CAGR 2017-22				
		14.1%	15.4%	16.7%	18.0%	19.2%
EV/EBITDA	12.5x	1.4x / 7.5%	1.8x / 12.9%	2.3x / 17.8%	2.7x / 22.2%	3.2x / 26.3%
	13.5x	1.7x / 11.1%	2.1x / 16.3%	2.6x / 20.9%	3.1x / 25.2%	3.6x / 29.3%
	14.5x	1.9x / 14.3%	2.4x / 19.2%	2.9x / 23.8%	3.4x / 28.0%	4.0x / 32.0%
	15.5x	2.2x / 17.1%	2.7x / 22.0%	3.2x / 26.4%	3.8x / 30.6%	4.4x / 34.5%
	16.5x	2.5x / 19.7%	3.0x / 24.5%	3.6x / 28.8%	4.2x / 33.0%	4.8x / 36.9%

Elaboração: O autor

O retorno esperado para o investimento é positivo, entregando 2.9x o capital investido para os investidores do fundo em um horizonte temporal de 5 anos. Este CoC resulta em uma TIR de aproximadamente 24%, que pode ser considerado um ótimo retorno comparado a taxa SELIC.

Conclusão

O estudo apresentado conseguiu apresentar de forma sintética as principais fases de investimento de uma gestora de private equity, sendo estas o período de investimento, a geração de valor no ativo investido e o desinvestimento do ativo.

Como melhor maneira para exemplificar estas etapas, foi realizado um investimento teórico na SOMOS Educação. Para a realização deste investimento foi apresentada uma tese de investimento com evidências para uma expectativa positiva de retornos no investimento. Esta etapa marcaria o período de investimento do fundo de private equity, com a exemplificação de como ativos são analisados pela gestora.

Após a demonstração da tese de investimento, e o porquê da atratividade no setor, foi demonstrado como seria a execução do investimento, com as etapas pela qual os gestores passariam até a concretização do *closing*, dando início ao período de geração de valor e execução do Business Plan.

Na etapa de geração de valor, foi demonstrado as medidas que seriam tomadas para o crescimento do segmento de Escolas Próprias da Somos Educação, assim como as principais premissas para este crescimento e a modelagem financeira que daria suporte ao investimento.

Na última etapa, foi demonstrado como seria feito o desinvestimento, e o retorno para os investidores do fundo de private equity. Foi demonstrado as métricas utilizadas para a análise do retorno do investimento além do resumo dos processos que envolvem esta etapa.

Após esta etapa foi concluído que o investimento na Somos Educação seria atraente para o fundo de private equity e daria retorno para os investidores caso o plano de negócios fosse executado de maneira satisfatória. Assim sendo o fundo optaria por tomar os riscos mencionados de forma a capturar o retorno esperado e executar o investimento na empresa.

Acredito que o resultado pretendido com este trabalho foi atendido, de forma que foi sumarizado de maneira completa os principais pontos do investimento de uma gestora de private equity do momento do investimento até o desinvestimento, o exemplo utilizado para o trabalho tornou o estudo prático e de melhor entendimento para o leitor.

Referencias Bibliográficas

Bloom, N., Sadun, R. and Van Reenen, J. (2009) Do Private Equity-Owned Firms Have Better Management Practices?.

Leslie, P. and Oyer, P. (2008) Managerial Incentives and Strategic Change: Evidence from Private Equity. Stanford University mimeo, Palo Alto.

ABVCAP – “Coletânea "Construindo Empresas Para o Futuro – Cases de Private Equity e Venture Capital”

PwC - “Private Equity Trend Report” (2016)

Ernest Young - “Global Private Equity Survey” (2015)

HSBC - “Brazil: Anatomy of Consumer” (2017)

Inep - “Sinopse Estatística da Educação Básica” (2015)

BREALEY, R; MYERS, S; ALLEN, F, “Principles of Corporate Finance”, 10. ed. Londres, Reino Unido: McGraw/Hill, 2010.

DAMODARAN, A, “Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”, 3. ed. New York, NY: John Wiley & Sons, 2012.

LUDÍCIBUS, J; MARION, J, “Curso de Contabilidade Para Não Contadores”, 3. ed. São Paulo, Brasil: Editora Atlas S.A., 2000

ROSENBAUM, J; PEAL, J, “Investment Banking”, 2. ed. Hoboken, EUA: Johny Wiley & Sons, 2009

SOMOS EDUCAÇÃO. Informações Institucionais e Setoriais. Disponível em < <http://www.somoseducacao.com.br/en/>>

SEB. Informações Institucionais e Setoriais. Disponível em < <http://www.sebsa.com.br/>>

ELEVA EDUCAÇÃO Informações Institucionais e Setoriais. Disponível < <http://elevaeducacao.com.br/>>