



Oceana Investimentos

Carta de Gestão – 1º Semestre 2018

A nossa estratégia de investimentos, focada na margem de segurança dos ativos em que investimos, tem se provado eficiente em reduzir perdas permanentes de capital. No entanto, apesar de pouco frequentes, perdas permanentes de capital ocorrem, e devem ser analisadas de forma aberta e criteriosa. Embora muitas vezes seja mais confortável debater os ganhos e evitar pensar sobre as perdas, entendemos que fazer justamente o contrário é o que evita repetição de erros e contribui com a constante evolução de uma gestora no tempo.

Uma pergunta frequente de nossos investidores é sobre o nosso processo ou linha de ação quando nos deparamos com uma mudança brusca de fundamentos, que potencialmente altera nossa visão sobre o valor do ativo. As perguntas são diversas neste tema: como distinguir se uma mudança de fundamentos é estrutural ou conjuntural? Qual é a nossa linha de ação nestes casos? Como distinguir um erro pontual de um erro de estratégia/direção da companhia?

Como a frequência dessas ocorrências não é alta, normalmente somos obrigados a buscar exemplos de um passado mais longínquo para ilustrar nossa linha de ação. No entanto, à luz de uma dessas ocorrências no primeiro semestre de 2018, achamos oportuno explorar esse tema nesta carta de gestão.

A forte queda recente nas ações de Ser Educacional, queda esta de cerca de 50%, oferece uma boa oportunidade para uma narrativa detalhada sobre a nossa análise original em relação à atratividade deste investimento, o que nos surpreendeu, nossa linha de ação após a surpresa e a nossa visão atual do investimento.

Visão Original do investimento na Ser Educacional

O Grupo Ser Educacional iniciou sua trajetória no ensino superior em 2003, quando o Bureau Jurídico de cursos preparatórios deu origem à sua primeira faculdade, Maurício de Nassau. Apesar da história recente, a companhia está entre as 10 maiores do Brasil em quantidade de alunos, com aproximadamente 150 mil matrículas. Este tamanho, no entanto, representa apenas ~2,5% de participação no setor privado de ensino superior.

Em 2008 houve um importante movimento de entrada de fundos de *private equity* no setor. Naquele momento, o Grupo Ser se associou ao Cartesian Capital Group, que na época avaliou o grupo por R\$ 425 milhões e adquiriu 11,3% da empresa com um aporte primário. Esse importante passo acelerou o processo de crescimento, ajudando ao mesmo tempo a empresa a desenvolver controles internos, otimizar processos, integrar operações, além de prepará-la para a abertura de capital. Em 2013 a cia abriu seu capital levantando ~R\$ 620 milhões, avaliando a empresa em R\$ 2,2 bilhões e dando saída para o Cartesian numa parte secundária da oferta.

Desde o IPO a Ser Educacional tem apresentado um bom histórico de crescimento. Embora não tenha sido uma trajetória retilínea, a empresa triplicou a quantidade de campus, triplicou a receita, triplicou o ebitda e iniciou no segmento de ensino a distância (EAD). Neste último, a Ser Educacional foi uma das instituições que mais abriu pólos desde a flexibilização das regras de credenciamento, posicionando-se para ser um dos principais players dessa modalidade nos próximos anos.

O setor de educação superior no Brasil é bastante pulverizado, com mais de 2,1 mil instituições de ensino. Dessas, aproximadamente 2,0 mil instituições possuem menos de 15 mil alunos e juntas representam em torno de 45% de *market share*. A maior parte dessas instituições menores é administrada por educadores, famílias ou entidades religiosas que, geralmente, apresentam processos menos sofisticados de gestão, controle e governança. Em sua maioria, essas instituições não estão indo bem e temos fortes indícios de que uma consolidação no setor está ocorrendo de forma orgânica. Essa consolidação tende a se acelerar dadas as dificuldades trazidas pela crise e a velocidade da evolução tecnológica que o setor deve experimentar nos próximos anos, que dificilmente será acompanhada pelos grupos de menor porte.

Especificamente sobre o Grupo Ser, enxergamos características que são importantes para que a empresa atravesse esse período de turbulência e saia fortalecida para avançar no ambiente de consolidação do setor, seja por ganho de participação de mercado, seja por aquisições. Estas características são: (i) rigor no controle de custos; (ii) escala e

marcas fortes nas regiões em que atua; e (iii) balanço saudável com uma situação de caixa confortável. A seguir detalharemos estes pontos.

i. Rigor no controle de custos

A empresa apresenta um dos menores custos operacionais e uma das melhores margens dentre as empresas listadas do setor de educação, como pode ser observado na tabela abaixo.

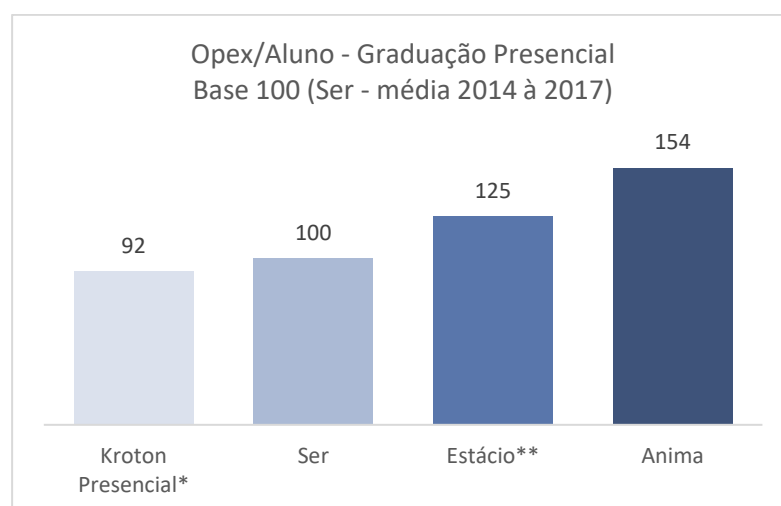
Margem Ebitda	2014	2015	2016	2017	Média
Kroton Presencial*	35%	37%	40%	40%	38%
Estácio**	22%	24%	23%	27%	24%
Ser	34%	27%	31%	27%	30%
Anima	23%	22%	16%	17%	19%

* S,G&A corporativo rateado como proporção da receita de cada segmento.

** Não é diretamente comparável, pois o EAD contribui positivamente pra margem consolidada.

Fonte: empresas/Oceana.

Para uma empresa que opera no segmento de massa, em que parte relevante da diferenciação se dá por preço, é importante garantir que a estrutura de custos seja uma das menores possíveis dentre seus competidores. Caso o setor caminhe para uma guerra de preços, os sobreviventes tendem a ser aqueles que têm mais “gordura” para queimar, nesse caso, maior margem.



* S,G&A corporativo rateado como proporção da receita de cada segmento.

** Não é diretamente comparável, pois o EAD contribui positivamente pra margem consolidada.

Fonte: empresas/Oceana

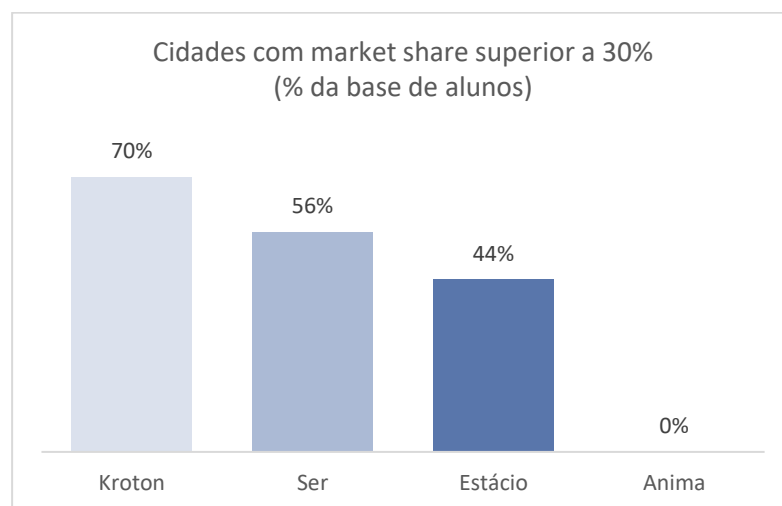
O gráfico acima mostra a eficiência de custos e despesas das principais empresas de educação. O opex por aluno do Grupo Ser é muito próximo ao da Kroton, empresa com 4x mais alunos matriculados no ensino presencial. Utilizamos aqui a média dos últimos 4 anos para evitar as variações causadas por aquisições, frustrações de demanda e mudanças de gestão que pudessem impactar os dados e distorcer a análise.

Em conversas com consultorias, instituições de ensino e associações de classe, chegamos à conclusão que a maior parte das IES (instituições de ensino superior) não chega a 15% de margem ebitda. No limite, veríamos uma boa quantidade de empresas saindo do mercado se houvesse uma redução estrutural de preços que levasse o ticket médio para um patamar entre 10% e 15% inferior ao atual.

Em uma conjuntura adversa ou no caso de algum desequilíbrio entre oferta e demanda, o setor pode experimentar uma pressão sobre os preços por algum tempo. Os mais eficientes resistirão e serão capazes de implementar com maior velocidade os ajustes necessários. Acreditamos que o Grupo Ser será um sobrevivente por apresentar estas qualidades.

ii. Escala e marcas fortes nas regiões em que atua

Apesar do Grupo Ser ter apenas 2,5% de *market share* dentre as IES privadas, a empresa está entre as 10 maiores do setor e geralmente é a maior ou aparece dentre as 3 maiores das regiões em que atua. Adicionalmente, mais da metade da sua base está em cidades onde são dominantes com pelo menos 30% de participação de mercado.



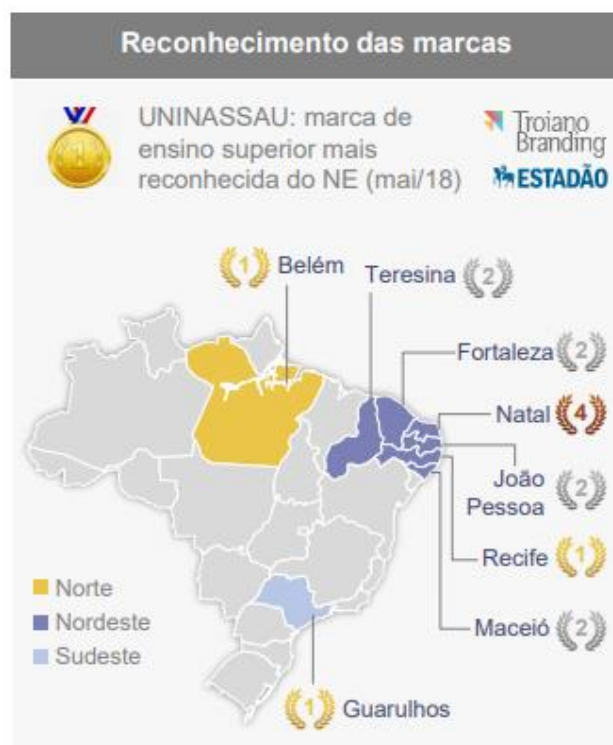
Fonte: empresas/Oceana

Uma escala local significativa é importante para permitir maior diluição dos custos fixos da unidade, maior capacidade de divulgação dos cursos nos diferentes canais comerciais e maior capacidade de compartilhamento de disciplinas, gerando assim maior eficiência na diluição de custos com professores.

O desenvolvimento de conteúdo, a divulgação comercial e a diluição de custos da estrutura de *backoffice* são alguns itens que inviabilizam a oferta de ensino a distância para instituições de pequeno porte, por isso, a escala também tem sido importante para alavancar a entrada da Ser Educacional na modalidade EAD.

A força da marca é outro fator de grande importância, facilitando o trabalho comercial, mantendo os preços mais resilientes e impulsionando a entrada no segmento do EAD. O Grupo Ser possui 4 marcas: Maurício de Nassau; Joaquim Nabuco; UNAMA; e UNIVERITAS. Esta última foi criada recentemente para entrar nas regiões onde as demais não são conhecidas.

A Maurício de Nassau foi considerada pela Folha de São Paulo como a marca mais reconhecida no Nordeste no setor de educação. O site “Quero Bolsa”, que vende bolsas e descontos em cursos de ensino superior, também divulga estudos sobre reconhecimento e força da marca que corroboram os dados apresentados pela empresa. As marcas da Ser figuram como as mais conhecidas no Nordeste (UNINASSAU) e no Pará (UNAMA).



Fonte: Ser Educacional

Apesar de hoje o grupo Ser Educacional estar mais concentrado nas capitais e grandes centros, a Ser tem a vantagem de contar com forte reconhecimento de sua marca em cidades satélite nas regiões norte e nordeste, possibilitando um considerável crescimento orgânico nos próximos anos. Podemos citar como exemplos as aberturas recentes em Petrolina, Cabo de Santo Agostinho e Parangaba. Esse mesmo racional é válido para a unidade de ensino a distância da empresa, que deve ter seu crescimento impulsionado pela força da marca.

iii. Balanço saudável com uma situação de caixa confortável

Após 3 anos turbulentos para o setor, iniciados em 2015 com a repentina e abrupta mudança do volume de vagas do Fies e do cronograma de repasses do programa, as empresas se viram diante de grandes frustrações de geração de caixa. As maiores, mais sofisticadas e com maior margem resistiram bem ao período e algumas foram capazes até de usar seu balanço para financiar parte dos alunos, amenizando o problema da falta do financiamento público. Com as mudanças de regra, com as dificuldades do ambiente econômico e com o aumento da competição, o fôlego financeiro de grande parte das empresas do setor foi consumido: algumas estão encerrando suas atividades, outras estão contratando bancos para encontrar compradores e outras ainda estão tentando ajustar seus tamanhos para a nova realidade de demanda. Qualquer que seja o rumo das empresas que estão em maior dificuldade, o destino tende a ser uma maior consolidação do setor por aquelas que passaram por esses anos mais estruturadas e com balanço fortalecido.

O Grupo Ser Educacional possui um caixa líquido de R\$ 510 milhões (ajustado para o recebimento das parcelas atrasadas do FIES – recebido em agosto), cerca de 25% do valor de mercado atual, ou cerca de 2x *net cash/ebitda*. Além disso, a empresa é uma forte geradora de caixa. Enxergamos para os próximos 12 meses uma geração de caixa de R\$ 210 milhões. Ao contrário de outras empresas do setor, o nível de conversão de lucro em caixa da Ser é bastante alto, na ordem de 80% – média 2016/2017. Neste ambiente desafiador para o setor, a situação de caixa da Ser oferece não apenas um conforto ao acionista, como também uma grande oportunidade de geração de valor via aquisições de instituições menores e menos eficientes. Diante das características mencionadas, acreditávamos que: a empresa estava bem posicionada para passar pela turbulência do setor apropriando-se do bom posicionamento de

marca/região; o balanço robusto permitiria consolidar o mercado via aquisições; e a empresa seguiria com a abertura de um número relevante de unidades presenciais e de pólos EAD.

Enxergávamos uma assimetria bastante favorável no início do ano. Tendo como premissa um sucesso parcial no plano de crescimento orgânico, observávamos uma TIR real de 12,5% a.a. com um CAGR de lucro de 22% a.a. entre 2018 e 2021. Mais importante, considerando premissas bastante conservadoras e eliminando todo o crescimento orgânico de novos campi, podíamos observar uma TIR real de 9,5% a.a.

O que nos surpreendeu?

A Ser tem um passado de boa execução, quando fortaleceu seus processos internos, desenvolveu sistemas como o SRS (*Ser Retention System*), otimizou seu CRA (Central de Relacionamento com Aluno) e integrou suas tarefas de *backoffice* no CSC (Centro de Serviços Compartilhados). Esses fatores possibilitaram um melhor controle e gerenciamento da operação. Diante disso, esperávamos sucesso na trajetória de aceleração do crescimento da companhia com a abertura de novas unidades e a expansão de pólos EAD.

Projetávamos um crescimento da captação de alunos por conta da forte abertura de unidades, no entanto, fomos surpreendidos pela queda de captação no 1º semestre de 2018. A maior parte da decepção foi causada por uma forte queda nos maiores campi do grupo. Esse fato fez com que nossa perspectiva de aumento de base de alunos fosse frustrada.

A decepção no ingresso de alunos em meio à aceleração da expansão orgânica também provocou uma forte pressão nas margens de curto prazo, criando incerteza sobre o patamar de resultados para os 12 meses subsequentes.

O investimento na companhia estava dimensionado para a baixa liquidez de suas ações e pelo risco que enxergávamos na entrega do plano de crescimento. Mesmo assim, tivemos um impacto importante nos fundos, dada a desvalorização de 50% após a divulgação da prévia da captação. Para ser colocada em perspectiva, essa perda em 2018 representou cerca de 10% dos ganhos que auferimos no setor de educação entre 2012 e 2017.

Nossa linha de ação após a surpresa

Em momentos como este, é natural o investidor tentar buscar rapidamente uma resposta para o ocorrido. Infelizmente, não há atalhos. Essa busca exige um trabalho de campo e análise muito mais profundos que uma simples discussão em torno de uma mesa no escritório.

Nas semanas seguintes ao resultado, conversamos com concorrentes de capital fechado de diversas localidades como Ceará, Pernambuco e Belém, e realizamos reuniões com consultorias especializadas, fontes de financiamento privado, MEC, FNDE, Caixa Econômica, além de diversos membros do top management da Ser.

Essas reuniões tinham como objetivo fazer um diagnóstico, o mais preciso possível, sobre o resultado da captação, entender como a empresa estava se posicionando para se recuperar do desvio de rota e apurar se a recuperação dependia mais da empresa ou de fatores exógenos.

Após este longo período de reuniões/estudos observamos basicamente duas principais razões para a decepção na captação do 1º semestre: (i) um ambiente competitivo mais acirrado após o atraso na contratação do FIES; (ii) falta de foco comercial por parte da Ser. A seguir detalharemos estes pontos.

i. Ambiente competitivo mais acirrado após o atraso na contratação do FIES

A captação do 1º semestre foi marcada por uma enorme “confusão” no sistema FIES. Tipicamente cerca de 700 mil alunos se inscrevem no processo do FIES, e desse total apenas 15% são pré-selecionados na condição favorável de financiamento do FIES. O percentual restante que não recebeu financiamento poderá desistir de

ingressar na faculdade ou buscará outras alternativas de pagamento, seja via desconto diretamente com a instituição, seja via fontes de financiamento privado.

Como o sistema apresentou problemas para operacionalização da cobrança do aluno e repasse às IES, o período de matrículas que deveria ter se encerrado em fevereiro só foi encerrado em abril – após o início das aulas. Isso naturalmente provocou uma enorme complicação tanto para os alunos como para as instituições de ensino. O ingresso de alunos nas instituições desacelerou drasticamente, dado que os alunos ficaram aguardando a resposta do FIES, que só veio em abril. Durante esse período ocorreu uma guerra de preços para tentar “salvar” uma captação que parecia ter sido interrompida – justo no momento em que deveria estar acelerando.

ii. Falta de foco comercial por parte da Ser

A “confusão” criada pelo atraso no sistema FIES veio em um momento particularmente complexo para a Ser, dado que a empresa estava acelerando sua expansão orgânica (abrindo novos campi) e expandindo suas unidades de ensino a distância.

A Ser demorou a compreender o problema e a reagir de forma adequada. A empresa deu menos atenção às suas unidades maduras, ou seu “quintal de casa”, e reagiu tardiamente ao aumento de agressividade da concorrência ocorrido após o atraso do FIES. A Ser aguardou demasiadamente pela solução dos problemas no sistema FIES, e a demora na correção dos mesmos acabou por agravar ainda mais o quadro que enfrentava.

Diante desse diagnóstico focamos em (a) quantificar os esforços de corte de custos e adequação da estrutura de expansão à nova realidade, (b) monitorar o processo de ajustes no sistema do FIES e oferta de vagas para o 2S de forma que não houvesse continuidade do problema e (c) estudar o ambiente econômico/competitivo das praças mais importantes para Ser, com intuito de entender melhor quanto do problema está da “porta para fora”.

a. Adequação da estrutura de custos à nova realidade

Na parte de corte de custos, conseguimos ter um elevado grau de segurança na capacidade da empresa desempenhar o planejado e retornar para o trilho, ajustando o plano de crescimento, adequando os custos excedentes e buscando aumentar a eficiência das unidades maduras. Esse processo de readequação de custos nunca é simples, envolvendo, inclusive, a demissão de funcionários de longa data e que fizeram parte da história da empresa.

Das 32 unidades abertas ou planejadas para 2017 e 2018, apenas 13 foram mantidas após a revisão do plano de expansão, outras 2 foram fundidas e as demais foram postergadas. A maior parte das postergações foi de unidades com marcas desconhecidas nas regiões em que pretendiam entrar com portfólio ainda bem limitado, fazendo com que a maturação dessas unidades tendesse a ser mais lenta do que a das que foram mantidas.

Essa reorganização do plano de expansão gerou uma grande possibilidade de ajuste de custos. Aluguel das unidades postergadas, equipes comerciais, *backoffice*, custos com credenciamentos, todos pareciam reversíveis. Naquele momento, entendíamos que o mercado estava extrapolando uma margem ebitda que assumia que esses custos não seriam ajustados e que a empresa teria um novo patamar de margem, bem abaixo do histórico.

O *baseline* anunciado de redução de custos entre abril e dezembro de 2018 era de R\$ 80 mm, suficiente pra recuperar aproximadamente 650 bps de margem ao longo do ano, enquanto o resultado no 1T com todos os custos da expansão indicavam uma margem anualizada entre 15 e 20%, comparada a um histórico (sem os custos da expansão) de 30%.

Vale a menção de uma postura muito positiva do controlador, o Sr. Janguê, que detinha algumas unidades de ensino alugadas para o projeto de expansão da companhia. Após a revisão do plano de expansão, o Sr. Janguê abriu mão dos contratos de aluguel, isentando a Ser de qualquer multa contratual. Apesar de pouco representativo para o valor total da empresa, é uma postura admirável que demonstra caráter e não deve passar despercebida.

b. Ajustes no sistema do FIES e oferta de vagas para o 2S

Conversamos com o MEC, FNDE, Caixa Econômica e ministério do planejamento para entender se o problema no programa de financiamento estudantil foi conjuntural ou se houve algum tipo de intenção em realizar uma oferta de vagas aquém do aprovado no orçamento.

Saímos mais confiantes de que os grandes ajustes do programa foram realizados ao longo de 2017. As novas regras deixaram todos os participantes do governo mais tranquilos, com a visão de que ao menos 100 mil vagas anuais do programa “FIES juros zero” devem ser ofertadas e utilizadas neste e nos próximos anos.

A modalidade atual oferece 100 mil vagas por ano com co-participação média dos alunos financiados na ordem de 30%, ou seja, na prática o programa foi reduzido de ~730 mil vagas no pico para 70 mil vagas equivalentes (para se ter uma comparação justa com os contratos passados). Além disso, o processo atual de cadastro, distribuição de vagas e cobrança está mais preparado para evitar a inadimplência que está sendo observada atualmente, relativa aos contratos anteriores.

Outra preocupação era entender o problema que gerou o atraso nas matrículas FIES, que atrapalhou o cronograma de captação. A Caixa Econômica assumiu o papel que antes era do FNDE (Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação), sendo agora responsável por fazer toda a parte de cobrança dos alunos e repasse para as instituições. Como ainda não tinha sistemas para absorver todo o volume de contratos, repassar para as instituições a parte do pagamento da co-participação do aluno e posteriormente realizar a recompra de certificados da parte financiada, o processo de matrículas ficou estagnado até que conseguisse solucionar essas questões.

Entre o final de maio e o início de junho os sistemas estavam operacionais, faltando desenvolver apenas a parte da rematrícula. De toda forma, o fato dessa parte do sistema ainda estar faltando não deveria afetar de forma material o processo de concessão de novos contratos, dado que a transferência do processo do FNDE para Caixa Econômica será feita em fases, permanecendo a rematrícula com o FNDE até o final do ano.

c. Ambiente econômico/competitivo das praças

Sobre o ambiente econômico e competição, nosso grau de convicção é um pouco menor do que nos dois aspectos mencionados anteriormente. Estes fatores são impactados por um número maior de variáveis como força da marca, ambiente econômico e agressividade da concorrência de cada praça.

Conversamos com competidores de capital fechado no Ceará e Pernambuco para entender melhor a dinâmica dessas praças. Falamos com empresas em Belém e confrontamos dados qualitativos e quantitativos das conversas com o que temos de informações da base de dados do Inep e IBGE sobre *market share*, renda da população, capacidade de pagamento, penetração do ensino superior e posicionamento da Ser nas principais praças.

Nesse estudo, vimos vetores que muitas vezes apontavam em direções opostas, mas pudemos concluir que: na maioria das capitais as empresas de capital aberto ganham *share* das empresas menores; com a redução do FIES e piora do ambiente econômico há um movimento de *trading down*, onde alunos

de faculdades mais caras acabam migrando pra faculdades mais baratas, como Estácio e Ser; a margem ebitda dos competidores menores costuma ser muito inferior (entre 5% e 10%) quando comparada a das empresas listadas (entre 20% e 30%), de forma que parecem ter menos fôlego pra dar descontos elevados de forma estrutural e; o ambiente competitivo nas capitais parece mais agressivo do que nas cidades satélites, onde a Ser tem parte relevante das novas aberturas de unidades.

Essas constatações não só ajudaram a reforçar a tese inicial do investimento, como também indicam que a competição mais forte nas capitais acontece entre os próprios *players* listados. Há, pontualmente, empresas menores que atrapalham, mas esta parece ser uma competição pouco sustentável, seja porque o competidor menor está sem espaço em seu balanço para persistir na estratégia de fortes descontos, seja porque não conseguirá acompanhar as empresas com gestão mais eficiente por conta dos avanços tecnológicos (EAD, semi-presencial, utilização do EAD na carga horária presencial) e sofisticação dos sistemas de precificação.

Visão atual do investimento

Após um longo período de estudos, no início de julho voltamos a aumentar nosso investimento em Ser Educacional de forma mais expressiva. Em meados daquele mês anunciamos que nossa posição ultrapassara 5% do capital da empresa.

Se, por um lado, a empresa errou nos fatores que mencionamos, por outro apresentou uma resposta extremamente rápida aos erros, implementando ajustes de pessoal, revisando o plano de crescimento, aumentando a eficiência da estrutura de docentes e iniciando um trabalho de otimização na precificação. Algo que diversos investidores esquecem é que praticamente todas as empresas mais admiradas na bolsa já erraram em algum momento, e muitas vezes de forma grosseira. O tempo de resposta ao erro é algo que consideramos bastante relevante ao escolher as empresas em que investimos.

Em situações de queda expressiva no preço das ações, muitas vezes vemos que o mercado não pondera corretamente a situação de alavancagem da empresa. O Grupo Ser Educacional, após a entrada de recebíveis do FIES em agosto, apresenta um caixa líquido próximo a R\$ 510 milhões. Esse caixa líquido, no preço atual de R\$ 14,80 por ação, representa aproximadamente 25% do valor de mercado.

Se normalizarmos os custos excedentes do primeiro trimestre e considerarmos que o EAD atingirá seu *break even* operacional (margem ebitda 0%), o P/E ajustado* pelo caixa líquido seria de ~6,6x. Em outras palavras, mesmo sem crescimento e sem contribuição positiva do EAD (que tem apresentado bons resultados), teríamos um *earnings yield* de aproximadamente 15%.

Entendemos que a empresa está nos trilhos para retornar às margens históricas nas unidades maduras, e seguir com o promissor crescimento das unidades inauguradas e mantidas após a reavaliação do plano de crescimento orgânico. Cada unidade tem capacidade para absorver aproximadamente 2,5 mil alunos, com expectativa de maturidade em 5 anos. Confirmando-se essa expectativa, poderíamos ver um crescimento de aproximadamente 25% na base de alunos da Ser.

Mencionamos a importância da entrada em cidades satélites, mas há também grandes oportunidades em algumas capitais. A cidade de Fortaleza é um bom exemplo, sendo um dos maiores mercados da região nordeste com aproximadamente 130 mil matrículas, onde a Ser possui menos de 7% de *market share*. A fatia de mercado da empresa parece desbalanceada dadas a força da marca e o preço da Mauricio de Nassau na região. As restrições de portfólio e espaço físico que impediram a aquisição de uma fatia maior do *market share* na cidade estão sendo endereçadas, e isso deverá gerar efeitos positivos sobre o crescimento nesta capital.

O segmento do EAD também tende a representar uma importante frente de geração de valor. Desde a flexibilização do credenciamento de pólos (unidade física para a oferta e suporte dos cursos de EAD), a empresa saiu de 15 para

mais de 200 pólos operacionais, crescendo sua base de alunos de 7,7 mil alunos para 15,8 mil em 1 ano. Somos otimistas com os pólos dentro dos campi, que tendem a ter um desempenho melhor do que os pólos parceiros (empresas concorrentes em geral possuem 4 ou 5x mais alunos nos seus pólos próprios do que em pólos parceiros). Se considerarmos que os pólos próprios terão em torno de 1 mil alunos na média (como referência, a Estácio tinha quase 2 mil alunos por pólo próprio antes de adquirir a Uniseb), teríamos 60 mil matrículas no EAD, contra 130 mil da base presencial atual.

Em suma, enxergamos um relevante potencial de geração de valor dado o crescimento orgânico do ensino presencial, o crescimento da base de alunos EAD nos pólos próprios e a possibilidade de alocação do caixa de forma responsável.

A alocação do caixa excedente ao longo do tempo é um assunto que temos debatido frequentemente com a gestão da companhia. Hoje a Ser Educacional encontra-se em uma situação invejável, com um enorme excesso de caixa em meio a um ambiente bastante desafiador para as empresas do setor. Acreditamos que diversas oportunidades tendem a surgir para a empresa nos próximos 2 anos. Saber selecionar as “excelentes oportunidades” e saber deixar passar as aquisições “razoáveis” é imperativo para a maximização do valor do acionista. Em nossa opinião, é o momento de “só ir na boa”. Se a empresa atuar de forma disciplinada, efetivando somente as excelentes aquisições e em paralelo realizar recompras de suas ações à preços deprimidos, poderá gerar um valor enorme para os acionistas.

Entendemos que o preço atual desconsidera a capacidade da empresa recuperar as margens históricas, capacidade esta evidenciada no resultado do 2T18. O investimento apresenta 17% de retorno real, considerando que a empresa mantenha a estrutura de capital ineficiente, e 19,5% de retorno real assumindo que o caixa líquido seja distribuído.

Acreditamos que, conforme a empresa entregue o crescimento de lucro esperado, alocando de forma responsável o caixa excedente, parte do valor potencial que enxergamos se materializará.