

## YDUQS (YDUQ3): Resultado do 4T20

### Revisão do 4T: o EBITDA ficou 28% abaixo de nossa projeção; EBITDA contábil encolheu 51% a/a

Em um trimestre altamente poluído por itens não recorrentes, a YDUQS reportou um conjunto fraco de resultados do 4T, que ficaram abaixo de nossas projeções já reduzidas (mesmo quando ajustado para muitos itens não recorrentes). No geral, os resultados do 4T foram pressionados por vários fatores: ticket, PDDs mais altos, descontos altos nas mensalidades e pior alavancagem operacional. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 963 milhões (4% acima do esperado), crescendo 14% a/a, impulsionada pela consolidação da Adtalem. O EBITDA (IFRS16) despencou 51% a/a para R\$ 114 milhões, impactado por vários itens não recorrentes (alguns deles não foram detalhados no release de resultados): (i) custos associados à nova estrutura organizacional (R\$ 21 milhões); (ii) maiores contingências judiciais (R\$ 20 milhões); (iii) custos de M&A e integração (R\$ 22 milhões); e (iv) custos extraordinários relacionados à adequação da infraestrutura física (R\$ 12 milhões). Ajustando para os itens pontuais mencionados acima (totalizando R\$ 75 milhões), o EBITDA ajustado teria sido de R\$ 190 milhões (28% abaixo de nossa estimativa; -34% a/a). Notamos que a YDUQS também ajustou o resultado para receitas perdidas (R\$ 84 milhões) referente a descontos concedidos por decisões judiciais, mas não consideramos tais ajustes em nossa análise (assim como fizemos nos trimestres anteriores). Por fim, a YDUQS registrou prejuízo líquido de R\$ 102 milhões (vs. lucro líquido de R\$ 58 milhões no 4T19), prejudicado por itens não recorrentes e maiores despesas financeiras líquidas (+ 11% a/a).

### Baixo desempenho orgânico; EBITDA ajustado pró-forma com queda de 25% a/a

A receita da YDUQS não foi uma grande surpresa. No 4T, a receita dos ativos adquiridos recentemente (Adtalem + Athenas) foi de R\$ 191 milhões. Excluindo as aquisições, a receita pró-forma da YDUQS caiu 8% a/a, refletindo um ticket médio ainda pressionado (ticket médio do 2S encolheu 4% e 7,5% no presencial e no EAD, respectivamente) e uma base de alunos menor no segmento presencial (-7,4% a/a organicamente). Além disso, excluindo as aquisições, o EBITDA pró-forma ajustado (incluindo todos os ajustes pontuais) teria sido de R\$ 218 milhões, uma redução de 25% a/a.

### O nível mais alto de PDDs deve ser recorrente

Após levar em consideração maiores riscos de inadimplência, a YDUQS registrou PDDs muito mais altos no 4T: R\$ 156 milhões, ou 16% das vendas, um aumento de ~6p.p. a/a. De acordo com a empresa, isso é parcialmente explicado pela mudança no mix da base de alunos (ou seja, redução de 22% a/a na base de alunos com FIES), o que significa que o maior volume de alunos OoP (que deveria ser recorrente) naturalmente traz maiores riscos de inadimplência. Ainda, a dívida líquida da YDUQS (IFRS 16, incluindo arrendamentos

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Yduqs Part (YDUQ3)

Data	18/03/2021
Ticker	YDUQ3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	30,0
Preço (R\$)	28,7
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	8.634,71
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	116,67

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	16,6x	14,8x
EV/EBITDA	8,3x	7,1x

#### Stock Performance:

Março (%)	-4,8%
LTM (%)	9,7%



capitalizados) aumentou para R\$ 3,2 bilhões (de R\$ 2,8 bilhões no 3T), enquanto a alavancagem financeira líquida está agora em 1,4x o EBITDA (últimos 12 meses) proforma (ex-arrendamentos capitalizados), com sólida liquidez de caixa de R\$ 1,6 bilhão.

## Rating Neutro

Os resultados fracos do 4T atestam o fato de que o cenário atual pode ser muito difícil para nomes da educação como a YDUQS, e não vemos nenhum ponto de inflexão claro no curto prazo. Assim, permanecemos Neutros devido ao fraco momentum dos lucros e à falta de catalisadores de curto prazo. Por fim, depois de inserir os resultados dos trimestres recentes e assumindo o custo de capital mais recente do Brasil, atualizamos nosso preço-alvo para R\$ 30/ação (vs. R\$ 32/ação anteriormente).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	39,5	23,5	8,8	15,6	16,1
EV/EBITDA	7,8	7,3	8,5	8,3	7,1
P/L	10,8	11,9	16,5	16,6	14,8
Dividend Yield %	0,0	-1,3	-1,1	-13,8	0,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	829	411	236	413	601
EBITDA	1.140	1.360	1.350	1.375	1.565
Lucro Líquido	818	745	536	535	598
LPA (R\$)	2,65	2,41	1,73	1,73	1,94
DPA líquido (R\$)	-	3,37	8,67	8,25	7,32
Dívida Líquida/Caixa	-1	1.042	2.680	2.550	2.264

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 28,66, em 17 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo dos resultados do 4T

P&L, IFRS 16, R\$m i	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>963,0</b>	<b>927,1</b>	<b>842,0</b>	<b>976,3</b>	<b>3,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>-1,4%</b>
Custo-caixa CSV (ex-D&A)	(394,5)	(381,5)	(344,0)	(335,0)	3,4%	14,7%	17,8%
<b>Lucro Bruto (ex-D&amp;A)</b>	<b>568,5</b>	<b>545,7</b>	<b>498,0</b>	<b>641,3</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,2%</b>	<b>-11,4%</b>
<i>Margem Bruta</i>	59,0%	58,9%	59,1%	65,7%	0,2 p,p	-0,1 p,p	-6,7 p,p
<b>Despesas Gerais e Administrativas (ex-D&amp;A)</b>	<b>(454,2)</b>	<b>(364,1)</b>	<b>(265,8)</b>	<b>(309,1)</b>	<b>24,7%</b>	<b>70,9%</b>	<b>46,9%</b>
<i>como % das receitas</i>	-47,2%	-39,3%	-31,6%	-31,7%	-7,9 p,p	-15,6 p,p	-15,5 p,p
Pessoal	(74,9)	(61,2)	(48,2)	(64,8)	22,4%	55,4%	15,6%
Propaganda	(65,8)	(64,9)	(52,3)	(82,6)	1,4%	25,8%	-20,3%
PDD	(156,0)	(145,3)	(82,4)	(78,5)	7,3%	89,3%	98,7%
Outras receitas (despesas) operacionais	(157,5)	(92,7)	(82,9)	(83,2)	69,9%	90,0%	89,3%
<b>EBITDA contábil</b>	<b>114,3</b>	<b>181,5</b>	<b>232,2</b>	<b>332,2</b>	<b>-37,0%</b>	<b>-50,8%</b>	<b>-65,6%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	11,9%	19,6%	27,6%	34,0%	-7,7 p,p	-15,7 p,p	-22,2 p,p
Não-recorrente	159,8	83,4	56,9	78,8	n.m	n.m	0,0%
<b>EBITDA Ajustado (YDUQS)</b>	<b>274,1</b>	<b>265,0</b>	<b>289,1</b>	<b>411,0</b>	<b>3,4%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-33,3%</b>
<i>Margem EBITDA ajustado</i>	28,5%	28,6%	34,3%	42,1%	-0,1 p,p	-5,9 p,p	-13,6 p,p
(-) Bolsas/descontos concedidos	(83,8)			(79,3)	n.m	n.m	0,0%
<b>EBITDA Ajustado (BTG)</b>	<b>190,3</b>	<b>265,0</b>	<b>289,1</b>	<b>331,7</b>	<b>-28,2%</b>	<b>-34,2%</b>	<b>-42,6%</b>
<i>Margem EBITDA ajustado</i>	19,8%	28,6%	34,3%	34,0%	-8,8 p,p	-14,6 p,p	-14,2 p,p
Depreciação	(178,0)	(146,6)	(75,3)	(146,3)	21,5%	136,4%	21,7%
<b>EBIT</b>	<b>(63,7)</b>	<b>35,0</b>	<b>156,9</b>	<b>185,9</b>	<b>-282,2%</b>	<b>-140,6%</b>	<b>-134,3%</b>
Resultado Financeiro	(106,5)	(88,3)	(96,2)	(86,9)	20,6%	10,7%	22,6%
<b>EBT</b>	<b>(170,2)</b>	<b>(53,4)</b>	<b>60,7</b>	<b>99,0</b>	<b>218,9%</b>	<b>-380,4%</b>	<b>-271,9%</b>
Impostos	67,5	1,1	(2,6)	13,7	6223,4%	-2696,2%	392,7%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(102,7)</b>	<b>(52,3)</b>	<b>58,1</b>	<b>112,7</b>	<b>96,3%</b>	<b>-276,8%</b>	<b>-191,1%</b>
<i>Margem Líquida</i>	-10,7%	-5,6%	6,9%	11,5%	-5,0 p,p	-17,6 p,p	-22,2 p,p
Itens não-recorrentes	76,0	83,4	56,9	78,8	n.m	n.m	n.m
<b>Lucro Líquido ajustado</b>	<b>(26,7)</b>	<b>31,1</b>	<b>115,0</b>	<b>191,5</b>	<b>-185,7%</b>	<b>-123,2%</b>	<b>-113,9%</b>
<i>Margem Líquida</i>	-2,8%	3,4%	13,7%	19,6%	-6,1 p,p	-16,4 p,p	-22,4 p,p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)