

17 de julho de 2018

Ratings 'brAAA' da Estácio Participações S.A. reafirmados, perspectiva permanece estável

Analista principal:

Fabiana Gobbi, São Paulo, 55 (11) 3039-9733, fabiana.gobbi@spglobal.com

Contato analítico adicional:

Lúisa Vilhena, São Paulo, 55 (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Líder do comitê de rating:

Lúisa Vilhena, São Paulo, 55 (11) 3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Resumo

- Esperamos que a Estácio continue apresentando forte geração de caixa, sustentada pelos esforços da empresa para aumentar sua base de alunos, por suas medidas para redução de custos e pelo melhor controle de despesas ao longo dos próximos anos.
- Reafirmamos os ratings de emissor e de emissão 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuídos à Estácio.
- A perspectiva estável do rating de crédito corporativo reflete nossa expectativa de que a significativa melhora na rentabilidade da empresa resultará em uma margem EBITDA próxima a 35% e em um índice de dívida sobre EBITDA em torno de 0,5x nos próximos anos.

Ação de Rating

São Paulo (S&P Global Ratings), 17 de julho de 2018 – A S&P Global Ratings reafirmou hoje o rating de crédito de emissor 'brAAA' na Escala Nacional Brasil atribuído à **Estácio Participações S.A.** ("Estácio"). A perspectiva desse rating permanece estável. Ao mesmo tempo, reafirmamos o rating 'brAAA' da 2ª emissão de debêntures da empresa e o rating de recuperação '3' dessa dívida.

Fundamentos

A reafirmação dos ratings da Estácio baseia-se em nossa expectativa de que a empresa apresentará melhora significativa de rentabilidade em função das diversas medidas que tem implementado, tais como otimização do custo docente, fechamentos de campi que estavam operando abaixo das expectativas, maior oferta de aulas online nos cursos presenciais e revisão do modelo de ensino para um sistema mais padronizado e nacionalmente integrado. Por outro lado, a redução de oferta de vagas no programa FIES

- Fundo de Financiamento Estudantil, limita de certa forma o crescimento potencial da base de alunos presenciais da Estácio. Visando fomentar esse crescimento e aumentar seu ticket médio, a empresa vem aumentando a oferta de financiamento privado por meio do Parcelamento Privado ("PAR") e da campanha de Diluição Solidária ("DIS"). Tais medidas, contudo, devem resultar em maiores necessidades de capital de giro ao longo dos próximos anos porque alongam o prazo de recebimento da empresa.

Esperamos que as medidas de melhoria operacional da Estácio continuem suportando sua sólida posição de mercado no segmento de educação superior privada no país e que também aumentem o reconhecimento de sua marca, permitindo que continue sendo um dos *players* consolidadores de mercado. No entanto, a Estácio ainda apresenta menor escala e diversificação geográfica quando comparadas às dos grandes participantes nacionais e internacionais.

Esperamos que a empresa mantenha uma sólida geração de fluxo de caixa, suficiente para suportar suas necessidades de capital de giro, investimentos e distribuição de dividendos. Por outro lado, considerando que a Estácio continuará apresentando uma posição de caixa robusta, acima de R\$ 400 milhões, acreditamos que a empresa destinaria seu excesso de caixa para potenciais aquisições ou para uma maior distribuição de dividendos a partir de 2019. Nesse sentido, acreditamos que a empresa poderia apresentar níveis de endividamento um pouco mais altos do que esperamos no nosso cenário-base, com um índice de dívida sobre EBITDA entre 1,0x-1,5x, mas sem alterar nossa avaliação do seu perfil de risco financeiro.

Nosso cenário-base para a Estácio considera:

- Taxa de inflação média no Brasil de 3,4% em 2018, 3,8% em 2019 e 4% em 2020;
- Crescimento médio do PIB brasileiro de 1,8 % em 2018, 2,4% em 2019 e 2,6% 2020;
- Taxa básica de juros de 6,6% em 2018, 7,1% em 2019 e 7,8% em 2020;
- Considerando os esforços da empresa para minimizar os efeitos da redução da sua base de alunos FIES, com oferta dos financiamentos privados PAR e DIS, esperamos um ligeiro crescimento da base de alunos presenciais, em torno de 1,5% ao ano no decorrer dos próximos anos;
- No ensino à distância, esperamos crescimento médio da base de alunos em torno de 10%, refletindo a abertura de novos polos;
- Reajustes anuais de mensalidades nos dois segmentos em linha com a inflação, considerando o mix de alunos entrantes. A redução da base de alunos FIES em cursos com mensalidades mais elevadas, somada aos esforços comerciais da empresa que poderiam resultar na queda de preços para entrantes, será compensada pelo início de novos cursos de medicina com mensalidades mais altas;
- Com isso, esperamos crescimento da receita líquida anual entre 5% e 7% ao longo dos próximos anos;
- Esperamos melhora significativa na margem bruta da Estácio, como reflexo das medidas de redução de custos implementadas pela empresa;
- Acreditamos que essas medidas devam ser suficientes para compensar o aumento nas despesas comerciais para suportar o crescimento da base de alunos, além do aumento de provisões para alunos financiados pelo PAR;
- Em nossa visão, à medida que a empresa reduz sua exposição ao FIES e aumenta a oferta de seu financiamento privado, veremos um alongamento do prazo de contas a receber. Com isso,

projetamos necessidades de capital de giro anuais entre R\$ 200 milhões-350 milhões nos próximos anos;

- Investimentos (capex) anuais de cerca de R\$ 180 milhões a R\$ 200 milhões, que representam cerca de 5%-7% da receita líquida nos próximos anos, destinados principalmente a melhorias e manutenção das operações;
- Entrada de caixa de aproximadamente R\$ 345 milhões durante o terceiro trimestre de 2018 referente à postergação de mensalidades do FIES devidas pelo governo em 2015;
- Para 2018, consideramos a distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido, em linha com o anúncio da empresa. A partir de 2019, acreditamos que a empresa utilizaria o excesso de caixa para potenciais aquisições ou para uma maior remuneração aos seus acionistas; e
- Amortização de dívida de aproximadamente R\$ 360 milhões durante 2018 e refinanciamento de dívida nos próximos anos.

Com base nessas premissas, chegamos às seguintes métricas de crédito projetadas para os próximos três anos:

- Margem EBITDA de aproximadamente 35%, comparada a 28% em 2017;
- Dívida sobre EBITDA de cerca de 0,5x, versus 1,2x em 2017;
- Geração interna de caixa (FFO, na sigla em inglês) sobre dívida acima de 100%, comparado a 66% em 2017; e
- Fluxo de caixa operacional livre (FOCF, na sigla em inglês) sobre dívida entre 90% e 150%, ante 74,6% em 2017.

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Estácio como adequada, dada nossa expectativa de que suas fontes de caixa devem exceder os usos em cerca de 1,6x nos próximos 12 meses e que as fontes líquidas permanecerão positivas mesmo que haja um declínio de 15% no EBITDA em relação a nossa projeção.

Acreditamos que a Estácio possua um sólido relacionamento com bancos e bom acesso ao mercado de crédito local, além de dispor de certa flexibilidade para reduzir investimentos, se necessário, diante de pressões de liquidez. Porém, não esperamos que a empresa mantenha uma posição forte de liquidez, com fontes sobre usos de caixa consistentemente acima de 1,5x, pois acreditamos que sua posição de caixa poderia ser usada para aquisições ou distribuições de dividendos acima do mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido. A Estácio também não apresenta reputação forte nos mercados de dívida externos, pois historicamente captou recursos apenas no Brasil.

Em nossa opinião, a empresa manterá folga suficiente em suas cláusulas contratuais restritivas (*covenants*), que exigem um índice de dívida líquida sobre EBITDA inferior ou igual a 2,5x e EBITDA sobre despesa financeira líquida superior ou igual a 1,3x.

Principais fontes de liquidez:

- Posição de caixa de R\$ 627,1 milhões em 31 de março de 2018; e
- FFO projetado em cerca de R\$ 1 bilhão nos próximos 12 meses a partir de 31 de março de 2018.

Principais usos de liquidez:

- Dívida de curto prazo de R\$ 358,9 milhões em 31 de março de 2018;
- Parcela de curto prazo de impostos parcelados e aquisições a pagar de R\$ 61,8 milhões em 31 de março de 2018;
- Estimativa de necessidade de capital de giro de cerca de R\$ 240 milhões nos próximos 12 meses;
- Capex estimado em torno de R\$ 205 milhões nos próximos 12 meses; e
- Distribuição de dividendos de R\$ 100,9 milhões em 2018, já anunciada pela empresa.

Outros modificadores

Nossa análise de ratings comparáveis da Estácio continua negativa, com base em nossa visão de que a empresa apresenta uma qualidade de crédito um pouco mais fraca se comparada a empresas com maior escala e diversificação geográfica, e também a empresas que estão expostas a indústrias com demanda mais resiliente ao longo dos ciclos econômicos.

Perspectiva

A perspectiva estável do rating de crédito corporativo da Estácio reflete nossa visão de que a empresa deve continuar apresentando uma sólida geração de fluxo de caixa, dados os esforços para aumentar a captação de alunos, à medida que melhora sua rentabilidade. Por isso, esperamos que a empresa apresente uma margem EBITDA próxima de 35% e métricas de dívida sobre EBITDA em torno de 0,5x e FOCF sobre dívida perto de 100%.

Cenário de rebaixamento

Como limitamos o rating da Estácio ao nível do rating do Brasil em função de prováveis elevadas necessidades de capital de giro em um cenário de estresse do governo soberano e também de sua posição de dívida de curto prazo relativamente alta, poderemos rebaixar os ratings da empresa se realizarmos ação similar no rating soberano do Brasil.

Além disso, embora pouco provável nos próximos 12 meses, poderíamos rebaixar os ratings da Estácio se a empresa apresentasse uma estratégia agressiva de distribuição de dividendos e/ou de aquisições, financiada com dívida e não acompanhada de crescimento da geração de caixa. Nesse cenário, veríamos índices de dívida sobre EBITDA acima de 3,0x e de FOCF sobre dívida abaixo de 15%. Essas métricas também poderiam ser atingidas com um aumento das taxas de evasão que pressionasse a rentabilidade da empresa.

TABELA DE CLASSIFICAÇÃO DE RATINGS

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.

Ratings de Crédito Corporativo	
Escala Nacional Brasil	brAAA/Estável/--
Risco de negócios	Regular
Risco-país	Moderadamente alto
Risco da indústria	Intermediário
Posição competitiva	Regular
Risco Financeiro	Modesto
Fluxo de caixa/Alavancagem	Modesto
Modificadores	
Diversificação/Efeito-portfolio	Neutra
Estrutura de capital	Neutra
Política financeira	Neutra
Liquidez	Adequada
Administração e governança corporativa	Regular
Análise de ratings comparáveis	Negativa

Rating de Emissão – Análise de Recuperação

Principais fatores analíticos

- O rating de recuperação '3' da 2ª emissão de debêntures da Estácio permanece inalterado, indicando nossa expectativa de uma recuperação substancial (65%) para os credores *unsecured* da empresa em um cenário hipotético de default.
- Avaliamos as perspectivas de recuperação da empresa com base em um cenário simulado de default, com uma abordagem de avaliação de múltiplo de EBITDA. No caso da Estácio, consideramos que o default ocorreria em 2022, resultante de uma severa desaceleração econômica e redução na renda disponível das famílias, o que diminuiria sua base de alunos, combinadas com um aumento da concorrência, levando a uma queda significativa em sua geração de fluxo de caixa.
- Em nosso cenário simulado de default, estimamos que o EBITDA cairia em torno de 80% em relação à média dos últimos três anos, levando a um default. Nesse nível, estimamos que a geração de fluxo de caixa da empresa não seria suficiente para cobrir suas despesas com juros, vencimentos de dívida e investimentos mínimos destinados à manutenção de suas operações.

- Em um cenário de default, acreditamos que a Estácio passaria por uma reestruturação, em vez de ser liquidada, dado que é uma das principais instituições do setor de ensino superior privado do país.
- Utilizamos um múltiplo de 6x aplicado ao EBITDA de emergência projetado, resultando em um valor bruto da empresa (*enterprise value* ou EV) estimado próximo a R\$ 860 milhões, do qual subtraímos 5% para despesas relacionadas à falência.

Default simulado e premissas de avaliação:

- Ano simulado do default: 2022
- EBITDA de emergência: R\$ 143 milhões
- Múltiplo de EBITDA: 6,0x
- EV bruto estimado: R\$ 860 milhões
- EV líquido após custos administrativos de 5%: R\$ 814 milhões
- Jurisdição: Brasil

Estrutura de prioridade de pagamentos (waterfall):

- Dívidas *senior unsecured*: R\$ 467,2 milhões (debêntures, dívida bancária e estimativa de cancelamentos de arrendamento operacional)
- Expectativa de recuperação das emissões de debêntures: entre 50%-70% (estimativa arredondada 65%)

*Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Certos termos utilizados neste relatório, particularmente certos adjetivos usados para expressar nossa visão sobre os fatores que são relevantes para os ratings, têm significados específicos que lhes são atribuídos em nossos critérios, por isso devem ser lidos em conjunto com tais critérios. Por favor, veja os critérios de rating em www.standardandpoors.com.br para mais informações.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Critério de ratings de recuperação para emissores corporativos avaliados com grau especulativo](#), 7 de dezembro de 2016
- [Metodologia e Premissas: Descritores de Liquidez para Emissores Corporativos Globais](#), 16 de dezembro de 2014.
- [Ratings Acima do Soberano - Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas](#), 19 de novembro de 2013.
- [Critério Geral: Metodologia e Premissas de Avaliação do Risco-País](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Risco da indústria](#), 19 de novembro de 2013.
- [Principais Fatores de Crédito Para A Indústria de Serviços Empresariais e ao Consumidor](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia corporativa: Índices e Ajustes](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia: Fatores de créditos relativos à administração e governança para entidades corporativas e seguradoras](#), 13 de novembro de 2012.
- [Uso de CreditWatch e Perspectivas](#), 14 de setembro de 2009.
- [Ratings de Crédito nas Escalas Nacionais e Regionais](#), 25 de junho de 2018.
- [Critério geral: Metodologia de rating de grupo](#), 19 de novembro de 2013.
- [Metodologia de Ratings Corporativos](#), 19 de novembro de 2013.

LISTA DE RATINGS

Ratings Reafirmados

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.		
<i>Ratings de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil		brAAA/Estável/--
<i>Ratings de Emissão</i>		
2ª emissão de debêntures <i>senior unsecured</i>		brAAA
Rating de recuperação		3 (65%)

EMISSOR	DATA DE ATRIBUIÇÃO DO RATING INICIAL	DATA DA AÇÃO ANTERIOR DE RATING
ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A.		
<i>Rating de Crédito de Emissor</i>		
Escala Nacional Brasil	30 de novembro de 2011	11 de julho de 2018

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS ADICIONAIS

Outros serviços fornecidos ao emissor

Não há outros serviços prestados a este emissor.

Atributos e limitações do rating de crédito

A S&P Global Ratings utiliza informações em suas análises de crédito provenientes de fontes consideradas confiáveis, incluindo aquelas fornecidas pelo emissor. A S&P Global Ratings não realiza auditorias ou quaisquer processos de *due diligence* ou de verificação independente da informação recebida do emissor ou de terceiros em conexão com seus processos de rating de crédito ou de monitoramento dos ratings atribuídos. A S&P Global Ratings não verifica a completude e a precisão das informações que recebe. A informação que nos é fornecida pode, de fato, conter imprecisões ou omissões que possam ser relevantes para a análise de crédito de rating.

Em conexão com a análise deste (s) rating (s) de crédito, a S&P Global Ratings acredita que há informação suficiente e de qualidade satisfatória de maneira a permitir-lhe ter uma opinião de rating de crédito. A atribuição de um rating de crédito para um emissor ou emissão pela S&P Global Ratings não deve ser vista como uma garantia da precisão, completude ou tempestividade da (i) informação na qual a S&P Global Ratings se baseou em conexão com o rating de crédito ou (ii) dos resultados que possam ser obtidos por meio da utilização do rating de crédito ou de informações relacionadas.

Fontes de informação

Para atribuição e monitoramento de seus ratings a S&P Global Ratings utiliza, de acordo com o tipo de emissor/emissão, informações recebidas dos emissores e/ou de seus agentes e conselheiros, inclusive, balanços financeiros auditados do Ano Fiscal, informações financeiras trimestrais, informações corporativas, prospectos e outros materiais oferecidos, informações históricas e projetadas recebidas durante as reuniões com a administração dos emissores, bem como os relatórios de análises dos aspectos econômico-financeiros (MD&A) e similares da entidade avaliada e/ou de sua matriz. Além disso, utilizamos informações de domínio público, incluindo informações publicadas pelos reguladores de valores mobiliários, do setor bancário, de seguros e ou outros reguladores, bolsas de valores, e outras fontes públicas, bem como de serviços de informações de mercado nacionais e internacionais.

Aviso de ratings ao emissor

O aviso da S&P Global Ratings para os emissores em relação ao rating atribuído é abordado na política "[Notificações ao Emissor \(incluindo Apelações\)](#)".

Frequência de revisão de atribuição de ratings

O monitoramento da S&P Global Ratings de seus ratings de crédito é abordado em:

- [Descrição Geral do Processo de Ratings de Crédito \(seção de Revisão de Ratings de Crédito\)](#)
- [Política de Monitoramento](#)

Conflitos de interesse potenciais da S&P Global Ratings

A S&P Global Ratings publica a lista de conflitos de interesse reais ou potenciais em "[Conflitos de Interesse — Instrução Nº 521/2012, Artigo 16 XII](#)" seção em www.standardandpoors.com.br.

Faixa limite de 5%

A S&P Global Ratings Brasil publica em seu Formulário de Referência apresentado em http://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/disclosures o nome das entidades responsáveis por mais de 5% de suas receitas anuais.

Copyright© 2018 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZIDADE, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais, ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (due diligence) ou de verificação independente de qualquer informação que receba.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus sites na www.standardandpoors.com (gratuito), e www.ratingsdirect.com e www.globalcreditportal.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.standardandpoors.com/usratingsfees.

Austrália

Standard & Poor's (Austrália) Pty. Ltd. conta com uma licença de serviços financeiros número 337565 de acordo com o Corporations Act 2001. Os ratings de crédito da Standard & Poor's e pesquisas relacionadas não tem como objetivo e não podem ser distribuídas a nenhuma pessoa na Austrália que não seja um cliente pessoa jurídica (como definido no Capítulo 7 do Corporations Act).