



## PRIMEIRAS IMPRESSÕES DO EFEITO DA PANDEMIA DE COVID-19 NAS INSTITUIÇÕES DE EDUCAÇÃO SUPERIOR BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

### FIRST IMPRESSIONS OF THE EFFECT OF THE PANDEMIC OF COVID-19 ON BRAZILIAN OPEN CAPITAL HIGHER EDUCATION INSTITUTIONS

Vitor Correa da Silva<sup>1</sup>, Danylo Tozzi Martins<sup>2</sup>, Max Costa Machado<sup>3</sup>, Annor da Silva  
Junior<sup>4</sup>

<sup>1</sup>Graduado em Administração (UFES), Mestre em Ciências Contábeis (UFES) e Doutor em Administração (UFES); <sup>2</sup>Graduando em Ciências Contábeis no Centro Universitário do Espírito Santo (UNESC), <sup>3</sup>Graduando em Administração no Centro Universitário do Espírito Santo (UNESC), <sup>4</sup>Graduação em Administração pelo Centro Superior de Ciências Sociais de Vila Velha (1986), Graduação em Direito pela Universidade Federal do Espírito Santo (1988), Graduação em Ciências Contábeis pelo Centro Superior de Ciências Sociais de Vila Velha (1989), Mestrado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (2001), Doutorado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (2006) e Pós-doutorado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (2020)

#### RESUMO

Objetivou-se, neste artigo, identificar como a pandemia de covid-19 impactou o desempenho financeiro e operacional das companhias mantenedoras de Instituições de Educação Superior listadas na bolsa de valores brasileira. Metodologicamente, fez-se uso de uma pesquisa descritivo-exploratória com abordagem quantitativa e coleta de dados a partir de fontes secundárias. Os resultados sugerem que o efeito da pandemia de covid-19 não foi o mesmo para todas as companhias. A Cogna Educação apresentou uma redução no seu desempenho financeiro e operacional, enquanto que a Yduqs apresentou uma queda no seu desempenho financeiro, mas conseguiu manter estável seu desempenho operacional. A Ser Educacional apresentou uma pequena redução no seu desempenho financeiro, mas também conseguiu manter estável o seu desempenho operacional. A Anima Educação, porém, aumentou o seu desempenho financeiro e operacional durante a pandemia. Supõe-se que os bons resultados da Anima durante a pandemia de covid-19 estejam associados à posição estratégica da companhia no mercado. Nesse sentido, conclui-se que a pandemia de covid-19 tem potencial para gerar impactos financeiros e operacionais negativos, porém, tais impactos tendem a não ser uniformes em todas as companhias pesquisadas.

**Palavras-Chave:** Instituição de Educação Superior, Educação Superior, Companhias de Capital Aberto, Pandemia de Covid-19.



## ABSTRACT

This paper aims to identify how the covid-19 pandemic impacted the financial and operational performance of the companies that maintain Higher Education Institutions listed on the Brazilian stock exchange. Methodologically, a descriptive-exploratory research was used with a quantitative approach and data collection from secondary sources. The results suggest that the effect of the covid-19 pandemic was not the same for all companies. Cogna Educação presented a reduction in its financial and operational performance, while Yduqs presented a decrease in its financial performance, but managed to keep its operational performance stable. Ser Educacional presented a small reduction in its financial performance, but also managed to keep its operating performance stable. Anima Educação, however, increased its financial and operational performance during the pandemic. Anima's good results during the covid-19 pandemic are supposed to be associated with the company's strategic position in the market. In this sense, it is concluded that the covid-19 pandemic has the potential to generate negative financial and operational impacts, however, such impacts tends not to be uniform in all these companies.

**Keyword:** Higher Education Institution, Higher Education, Publicly Traded Companies, Covid-19 Pandemic.

## INTRODUÇÃO

O novo coronavírus (Sars-Cov-2) causou a primeira grande pandemia do século XXI devido à sua facilidade de transmissão e o pouco conhecimento sobre ele por parte da comunidade científica. Assim, vários países adotaram medidas restritivas de contato social, proibindo a realização de eventos, controlando a circulação das pessoas nas ruas e fechando diversos estabelecimentos, como escolas e restaurantes, dentre outros. Essas restrições, embora necessárias para conter a transmissão do vírus e, especialmente no caso brasileiro, para dar mais tempo para que a saúde pública pudesse se preparar para o aumento de pacientes infectados, também geraram impactos econômicos negativos em vários setores da economia (ARMITRANO; MAGALHÃES; SILVA, 2020; DONTHU; GUSTAFSSON, 2020; PAK et al., 2020).

Dentre os setores com potencial para serem afetados pela pandemia de covid-19, destaca-se o de educação (DONTHU; GUSTAFSSON, 2020). Em relação à educação superior, observou-se que a crise econômica e o consequente aumento do desemprego limitaram a capacidade de muitas pessoas de pagarem as mensalidades das Instituições de Educação Superior (IES) e, assim, permanecerem na educação superior (SEMESP, 2020). Dados do Semesp (2020) apontam que, no

mês de abril de 2020, a taxa de inadimplência foi 71% maior que em abril de 2019 nas 186 IES pesquisadas. Houve também aumento de 11% na evasão dos estudantes. Ressalta-se que a inadimplência e a evasão foram maiores em IES de menor porte, ou seja, quanto maior o porte da IES, menores foram as taxas de inadimplência e de evasão.

Deve-se destacar que esse cenário tem potencial para trazer muitos prejuízos para o futuro do país e de milhares de jovens, visto que possuir um curso superior pode ser fundamental para que um trabalhador se diferencie num ambiente de escassez de empregos, tal como o que se deve enfrentar após a pandemia (PRESTES; SOUZA JUNIOR, 2017; SEMESP, 2020). Nesse sentido, torna-se fundamental entender o efeito da pandemia de covid-19 no setor de educação superior, visto que tal entendimento tem potencial para contribuir também para a compreensão acerca dos efeitos da pandemia no futuro da economia e do mercado de trabalho brasileiro.

Dentre as diversas possibilidades de investigação do setor da educação superior brasileiro, optou-se, neste estudo, por investigar as IES presentes na bolsa de valores brasileira, denominada Brasil, Bolsa e Balcão ou [B3]. Justifica-se essa opção a partir de três argumentos centrais. O primeiro diz respeito à representatividade do segmento privado no setor da educação superior brasileira que, segundo os dados do último Censo da Educação Superior de 2018, representa 88,21% do total de IES, 71,16% do total de cursos e 70,21% do total de matrículas (INEP, 2019). O segundo argumento está relacionado com a representatividade de quatro entidades mantenedoras de IES presentes no mercado de capitais brasileiro que, segundo Silva Junior et al. (2017), representam, aproximadamente, 25% do total de matrículas da educação superior brasileira.

O terceiro argumento refere-se à maior facilidade de acesso aos dados econômicos, financeiros e acadêmicos dessas companhias, visto que são companhias de capital aberto. Assim, propõe-se o seguinte objetivo para a presente pesquisa: identificar como a pandemia de covid-19 impactou o desempenho financeiro e operacional das companhias mantenedoras de Instituições de Educação Superior (IES) listadas na bolsa de valores brasileira. Metodologicamente, fez-se uso de uma pesquisa descritivo-exploratório com abordagem quantitativa a partir de uma coleta de dados com fontes secundárias. Destaca-se que, atualmente, a [B3] (bolsa

de valores brasileira) conta com quatro companhias mantenedoras de IES, quais sejam: Anima Educação, Cogna Educação, Ser Educacional e Yduqs.

Em relação à estrutura do restante do artigo, destaca-se que, além desta introdução, há mais cinco seções. A seguir, será apresentado o referencial teórico sobre o setor de educação superior privada no Brasil e, posteriormente, sobre a pandemia de covid-19 e seus impactos na economia. Em seguida, será apresentado o método e, depois, a apresentação e a discussão dos resultados. Por fim, será apresentada a conclusão da pesquisa.

## **1 O SETOR DE EDUCAÇÃO SUPERIOR PRIVADA NO BRASIL**

A educação superior no Brasil foi iniciada sob a influência da modelagem europeia, sendo voltado à elite da sociedade e com grande influência da Igreja Católica e do Estado (GOMES; MACHADO-TAYLOR; SARAIVA, 2018). Porém, as décadas de 1970, 1980 e 1990 foram marcadas por uma ampliação na quantidade de vagas em IES privadas sem finalidade lucrativa. Silva Junior et al. (2017) apontam, inclusive, que em 1980, a maioria (64,3%) das matrículas na educação superior brasileira eram em IES privadas, uma realidade inversa à de décadas anteriores.

Porém, após a aprovação e regulamentação da Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (LDBEN), Lei 9.394/96, permitiu-se o surgimento de IES privadas com finalidade lucrativa. Segundo Gomes, Machado-Taylor e Saraiva (2018), esse foi um importante marco para o surgimento, no Brasil, dos grandes grupos de educação de capital aberto na década de 2000, assim como o lançamento de programas como o Fies e o ProUni por parte do Estado brasileiro, voltados para a inserção de pessoas na educação superior. Em 2018, do total de matrículas na educação superior brasileira, 70,21% eram em IES privadas (INEP, 2019).

No entanto, conforme apontam Cruz e Paula (2018), essa expansão da educação superior privada também tem gerado preocupação em diversos especialistas, professores e em congressistas acerca da qualidade dos serviços educacionais que vêm sendo praticado por parte de algumas dessas IES, assim como preocupação com a possível formação de um oligopólio no setor. Atualmente, há quatro mantenedoras de IES que se configuram como companhias de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores, a Anima, a Cogna (antiga

Kroton), a Ser Educacional e a Yduqs (antiga Estácio). Conforme Silva Junior et al. (2017), somente essas quatro companhias concentram, aproximadamente, 25% das matrículas de todo o sistema de educação superior brasileiro (considerando IES públicas e privadas).

O modelo de negócio dessas companhias sustenta-se, basicamente, na aquisição de novas IES com o intuito de aumentar a participação de mercado dessas companhias, aspecto que tende a facilitar o aumento das margens de lucro ao longo do tempo (CRUZ; PAULA, 2018). Deve-se destacar, no entanto, que a educação precisa ser vista como um importante instrumento de justiça social, pois tem a capacidade de melhorar a produtividade, a competitividade e o desenvolvimento social e econômico de um país, diminuindo as desigualdades sociais e as incertezas futuras. Nesse sentido, compreende-se como salutar as preocupações acerca da qualidade da educação que é ofertada por essas companhias (PRESTES; SOUZA JUNIOR, 2017; CRUZ; PAULA, 2018), assim como do efeito da pandemia de covid-19 sobre elas.

## **2 A PANDEMIA DE COVID-19 E SEUS EFEITOS NA ECONOMIA GLOBAL**

Em 11 de março de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) caracterizou a covid-19 como uma pandemia a partir de mais de três milhões de casos e 207.973 mortes em 213 países (PAK et al.; 2020). Essa pandemia é causada pelo novo coronavírus (Sars-Cov-2), que ainda é pouco conhecido pela comunidade científica e, devido à forma de contaminação e à ausência de vacinas e medicações com eficiência comprovada no combate à doença, tem se apresentado como um dos maiores desafios em escala global do século XXI (ARMITRANO; MAGALHÃES; SILVA, 2020).

Embora a sociedade já tenha sido atingida por outras pandemias, é muito difícil estimar os efeitos desta pandemia na economia global a longo prazo, uma vez que esses aspectos foram pouco estudados no passado. As consequências econômicas da pandemia deverão atingir vários setores e de maneira diferente, visto que aqueles que requerem a presença física do cliente, como hotelaria, turismo, educação, dentre outros, poderão ser mais afetados. Assim, as empresas, os governos e a sociedade necessitarão se adaptar para uma nova realidade (DONTHU; GUSTAFSSON, 2020).

Conforme apontam Prestes e Souza Junior (2017), um dos setores mais impactados pelas crises econômicas no Brasil é o educacional. Em tempos de crise, os níveis de desemprego aumentam e o salário real dos trabalhadores diminui, trazendo dificuldades para os alunos honrarem com o pagamento das mensalidades juntos às IES, principalmente por parte dos estratos mais pobres da população (classes C, D e E). Nesse sentido, a pandemia de covid-19 tem potencial para gerar inúmeras consequências negativas não somente para as IES, mas também para os alunos e para o futuro da educação e da economia brasileira.

### **3 MATERIAIS E MÉTODOS**

A presente pesquisa pode ser classificada como descritivo-exploratória quanto aos seus objetivos, quantitativa em relação à sua abordagem e, em relação aos procedimentos técnicos utilizados, trata-se de uma pesquisa bibliográfica e *ex-post-facto* (FLICK, 2013). A população de interesse da pesquisa são as companhias mantenedores de IES e que estão listadas na [B<sup>3</sup>], quais sejam: Anima Educação, Cogna Educação, Ser Educacional e Yduqs. Foi possível ter acesso aos dados de todas essas companhias a partir de fontes secundárias, de maneira que a coleta de dados contemplou toda a população de interesse.

Para o alcance do objetivo proposto, coletaram-se os seguintes dados financeiros dessas companhias: i) receita líquida; ii) EBITDA; iii) resultado líquido; iv) provisão para devedores duvidosos (PDD) e; v) razão entre a PDD/receita líquida. A receita líquida representa o faturamento das companhias, ou seja, o quanto que ela recebe à medida que fecha contratos de ensino com os alunos. O EBITDA é o lucro operacional desconsiderando-se os gastos com depreciação e amortização e representa uma medida muito utilizada por analistas de mercado para entender o desempenho financeiro das operações de uma companhia. O resultado líquido representa o desempenho financeiro corporativo como um todo, sendo, portanto, uma medida de resultado financeiro mais ampla. A utilização da PDD e da razão entre a PDD e a receita líquida é justificada devido ao interesse de se apurar a expectativa de perda por inadimplência das companhias, aspecto também importante para o entendimento dos efeitos financeiros da pandemia nessas companhias (ASSAF NETO, 2014).

Coletaram-se também os seguintes dados operacionais: i) base de alunos na educação presencial; ii) base de alunos na educação à distância (EAD); iii) taxa de retenção na educação presencial e; iv) taxa de retenção na educação à distância (EAD). A coleta desses dados fundamenta-se no fato deles representarem os principais aspectos da atuação operacional de uma instituição de ensino superior, quais sejam, a base de alunos e a taxa de retenção destes alunos nas modalidades de ensino presencial e à distância. Convém destacar que, como algumas das companhias possuem unidades de negócios não relacionadas com o ensino superior, buscou-se, sempre que possível, coletar somente dados financeiros e operacionais relacionados com a educação superior (graduação e pós-graduação) com o objetivo de tornar os dados o mais comparável possível entre as companhias.

Considerando-se que a declaração de pandemia da OMS ocorreu em 11 de março de 2020, entende-se que o segundo trimestre de 2020 representou o período mais agudo da pandemia. Assim, de forma a realizar comparações adequadas, definiram-se as seguintes bases de comparação: i) segundo trimestre de 2020 com o primeiro trimestre de 2020; ii) segundo trimestre de 2020 com o segundo trimestre de 2019 e; iii) primeiro semestre de 2020 com primeiro semestre de 2019. Assim, realizou-se uma análise quantitativa dos dados a partir das comparações entre os períodos.

Adicionalmente, com o interesse de observar o efeito da pandemia no preço das ações das companhias, calculou-se o retorno linear mensal e o retorno anormal (retorno linear menos o retorno do índice Ibovespa) do início de dezembro de 2019 até o início de setembro de 2020. Os dados de preço de fechamento das ações foram coletados a partir da plataforma de histórico de preços do *Infomoney* (página de internet com informações e notícias sobre negócios, economia e mercado financeiro).

#### **4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

A Tabela 1 apresenta os dados da Anima Educação. Como pode ser observado, a companhia reportou um aumento na receita líquida em todas as bases de comparação da pesquisa (6,62%), comparando-se o segundo trimestre de 2020 com o primeiro trimestre de 2020; 27,00% comparando-se o segundo trimestre de 2020 com o segundo trimestre de 2019 e; 22,83% comparando-se o primeiro

semestre de 2020 com o primeiro semestre de 2019 (essa ordem de apresentação será mantida quando as bases de comparação da pesquisa forem citadas em conjunto). De modo similar, o EBITDA e o resultado líquido apresentaram aumento na maior parte das comparações realizadas (EBITDA: 62,98%; 74,91% e; -2,02% – resultado líquido: 150,19%; 155,82% e; -144,20%).

Apesar disso, a PDD, que representa a expectativa de perda com a inadimplência, apresentou um aumento em todas as bases de comparação da pesquisa (187,00%; 178,64% e; 134,55%) e, conseqüentemente, o aumento na relação PDD/Receita também ocorreu em todas as comparações (169,18%; 119,40% e; 88,10%). Esses resultados sugerem que a pandemia não gerou impactos negativos na receita da instituição. Os impactos negativos percebidos no EBITDA e no resultado líquido, ao se comparar o primeiro semestre de 2020 com o primeiro semestre de 2019, são oriundos do aumento da PDD em 2020 devido à pandemia. Assim, observa-se que, na verdade, a pandemia não afetou diretamente a receita da Anima, mas apenas a sua expectativa de inadimplência no período.

Tabela 1 - Anima - dados trimestrais e comparações entre eles

<b>Painel A: Informações trimestrais</b>						
<b>Dados Financeiros</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Receita Líquida	273.600	272.600	280.700	284.500	324.700	346.200
EBITDA	92.287	49.078	61.652	42.509	52.672	85.844
Resultado Líquido	38.124	-16.919	-2.472	-28.326	-18.817	9.444
PDD	6.200	10.300	9.900	15.100	10.000	28.700
Relação PDD/Receita	2,27%	3,78%	3,53%	5,31%	3,08%	8,29%
<b>Dados Operacionais</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Alunos - Presencial	111.662	104.467	111.080	107.050	124.322	117.356
Alunos - EAD	1.019	832	702	468	381	441
Retenção - Presencial	92,50%	93,30%	91,60%	96,30%	92,50%	93,50%
Retenção - EAD	-	-	-	-	-	-
<b>Painel B: Comparações</b>						
	<b>Comparação 2T/20 - 1T/20</b>		<b>Comparação 2T/20 - 2T/19</b>		<b>Comparação 1S/20 - 1S/19</b>	
Receita Líquida	6,62%		27,00%		22,83%	
EBITDA	62,98%		74,91%		-2,02%	
Resultado Líquido	150,19%		155,82%		-144,20%	
PDD	187,00%		178,64%		134,55%	
Relação PDD/Receita	169,18%		119,40%		88,10%	
Alunos - Presencial	-5,60%		12,34%		11,82%	
Alunos - EAD	15,75%		-47,00%		-55,59%	
Retenção - Presencial	1,08%		0,21%		0,11%	
Retenção - EAD	-		-		-	

Nota: Receita líquida, EBITDA, resultado líquido e PDD estão com valores em milhares de Reais.  
Fonte: dados da pesquisa.



A base de alunos da educação presencial decresceu na comparação com o primeiro trimestre de 2020, mas nas comparações com o ano de 2019 houve um aumento (-5,60%; 12,34% e; 11,82). O inverso ocorreu com a base de alunos da EAD (15,75%; -47,00% e; -55,59%). Verificou-se também que a companhia apresentou uma pequena alta na taxa de retenção nas comparações realizadas (1,08%; 0,21% e; 0,11%). Ressalta-se que não foi possível identificar nos relatórios da companhia informações acerca da taxa de retenção dos cursos nessa modalidade. Portanto, pode-se concluir que a pandemia não causou perdas significativas para a Anima em matéria de receita, EBITDA, lucro líquido, base de alunos e retenção, pelo contrário, todos esses indicadores apresentaram aumento no segundo trimestre de 2020, seja em comparação com o primeiro trimestre de 2020, seja em comparação com o segundo trimestre de 2019, ou em ambos. O único efeito da pandemia nos indicadores selecionados foi na PDD, ou seja, na expectativa de aumento na inadimplência.

Os dados da Cogna Educação são apresentados na Tabela 2. Observou-se que a Cogna apresentou um aumento na receita líquida em comparação com o primeiro trimestre de 2020, mas não em comparação com o ano de 2019 (18,76%; -20,71%; -24,45%). O EBITDA e o resultado líquido também apresentaram reduções em todas as bases de comparação da pesquisa (EBITDA: -67,24%; -89,62% e; -79,43%; – resultado líquido: -1.095,47%; -423,21% e; -225,59%). Esses resultados negativos do EBITDA e do resultado líquido tendem a ser explicados, ao menos em parte, pelo aumento da PDD da companhia em todas as bases de comparação da pesquisa (137,56%; 175,58%; 82,70%). De forma análoga, a relação entre a PDD e a receita mais que dobrou em todas as comparações realizadas (100,04%; 247,55% e; 134,28%).

Tabela 2 - Cogna - dados trimestrais e comparações entre eles

<b>Painel A: Informações trimestrais</b>						
<b>Dados Financeiros</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Receita Líquida	1.264.129	1.354.458	1.133.971	1.109.046	904.364	1.073.982
EBITDA	504.385	483.159	408.864	181.630	153.016	50.131
Resultado Líquido	250.149	139.838	20.723	-168.122	-37.807	-451.971
PDD	203.830	178.274	158.747	336.041	206.807	491.288
Relação PDD/Receita	16,12%	13,16%	14,00%	30,30%	22,87%	45,74%
<b>Dados Operacionais</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Alunos - Presencial	388.725	361.424	350.654	329.437	326.283	299.411
Alunos - EAD	572.216	526.946	515.011	492.172	639.871	588.298

Retenção - Presencial	91,96%	92,79%	87,19%	93,67%	87,22%	91,37%
Retenção - EAD	89,87%	91,40%	85,66%	95,01%	92,35%	91,06%

<b>Painel B: Comparações</b>			
	<b>Comparação 2T/20 - 1T/20</b>	<b>Comparação 2T/20 - 2T/19</b>	<b>Comparação 1S/20 - 1S/19</b>
Receita Líquida	18,76%	-20,71%	-24,45%
EBITDA	-67,24%	-89,62%	-79,43%
Resultado Líquido	-1095,47%	-423,21%	-225,59%
PDD	137,56%	175,58%	82,70%
Relação PDD/Receita	100,04%	247,55%	134,28%
Alunos - Presencial	-8,24%	-17,16%	-16,59%
Alunos - EAD	-8,06%	11,64%	11,74%
Retenção - Presencial	4,76%	-1,53%	-3,33%
Retenção - EAD	-1,40%	-0,37%	1,18%

Nota: Receita líquida, EBITDA, resultado líquido e PDD estão com valores em milhares de Reais.

Fonte: dados da pesquisa.

A base de alunos dos cursos presenciais da companhia também foi menor em todas as comparações realizadas (-8,24%; -17,16% e; -16,59%), embora tenha havido aumento na base de alunos da EAD comparando-se com os números do ano de 2019 (-8,06%; 11,64%; 11,74%). A retenção, no entanto, apresentou pequenos aumentos ou pequenas quedas nos diferentes períodos comparados (presencial: 4,76%; -1,53% e; -3,33% – EAD: -1,40%; -0,37% e; 1,18%). É possível que a captação, especialmente a de alunos de cursos presenciais, não tenha sido eficiente no segundo trimestre de 2020. Ressalta-se também a contínua perda de alunos de cursos presenciais que a companhia vem reportando nos trimestres analisados pela pesquisa. Portanto, conclui-se que, apesar de ter apresentado aumento na receita líquida no segundo trimestre de 2020 em comparação com o primeiro trimestre do mesmo ano, a pandemia de covid-19 tem potencial para gerar efeitos negativos significativos para a Cogna Educação, especialmente se a expectativa de inadimplência manifestada no valor reconhecido como PDD for confirmada.

Em relação à Ser Educacional, os dados apresentados na Tabela 3 evidenciam que a companhia reportou um aumento na receita líquida em todas as comparações realizadas (11,18%; 3,13% e; 2,32%). O EBITDA e o resultado líquido aumentaram no segundo trimestre de 2020 em comparação com o primeiro trimestre do mesmo ano, porém, nem sempre houve aumento quando comparados com os números do ano 2019 (EBITDA: 58,94%; 8,46% e; -3,29%; – resultado líquido: 226,35%; -7,27% e; -37,89%). A PDD reportada no segundo trimestre de 2020, no entanto, representou um aumento em todas as comparações realizadas (245,50%; 112,79% e; 112,27%). Consequentemente, um aumento também ocorreu na relação PDD/receita nos mesmos períodos comparados (210,76%; 106,33% e; 106,62%).

Tabela 3 - Ser Educacional - dados trimestrais e comparações entre eles

<b>Painel A: Informações trimestrais</b>						
<b>Dados Financeiros</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Receita Líquida	304.164	332.605	288.910	350.307	308.526	343.020
EBITDA	101.966	123.268	77.502	88.440	84.119	133.699
Resultado Líquido	56.092	59.006	23.837	-2.563	16.766	54.716
PDD	6.528	22.311	17.923	33.278	13.741	47.475
Relação PDD/Receita	2,15%	6,71%	6,20%	9,50%	4,45%	13,84%
<b>Dados Operacionais</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Alunos - Presencial	132.628	137.411	129.189	152.090	146.422	143.728
Alunos - EAD	27.999	26.729	31.400	31.487	37.564	38.488
Retenção - Presencial	84,00%	84,31%	85,00%	86,97%	81,60%	79,34%
Retenção - EAD	-	-	-	-	-	-
<b>Painel B: Comparações</b>						
	<b>Comparação 2T/20 - 1T/20</b>	<b>Comparação 2T/20 - 2T/19</b>	<b>Comparação 1S/20 - 1S/19</b>			
Receita Líquida	11,18%	3,13%	2,32%			
EBITDA	58,94%	8,46%	-3,29%			
Resultado Líquido	226,35%	-7,27%	-37,89%			
PDD	245,50%	112,79%	112,27%			
Relação PDD/Receita	210,76%	106,33%	106,62%			
Alunos - Presencial	-1,84%	4,60%	7,45%			
Alunos - EAD	2,46%	43,99%	38,96%			
Retenção - Presencial	-2,76%	-5,89%	-4,38%			
Retenção - EAD	-	-	-			

Nota: Receita líquida, EBITDA, resultado líquido e PDD estão com valores em milhares de Reais.  
Fonte: dados da pesquisa.

Em relação à base de alunos de cursos presenciais, pode-se observar que, apesar de ter apresentado uma pequena redução na comparação com o primeiro trimestre de 2020, há um aumento em relação aos números de 2019 (-1,84%; 4,60%; 7,45%). Esse aumento também foi verificado nos cursos de EAD em todas as comparações realizadas (2,46%; 43,99% e; 38,96%). Em relação à taxa de retenção dos cursos presenciais, houve uma queda em todas as comparações realizadas pela pesquisa (-2,76%; -5,89% e; -4,38%). Ressalta-se que não foi possível identificar nos relatórios da companhia informações acerca da taxa de retenção dos cursos de EAD. Portanto, pode-se concluir que, até o momento, a companhia ainda não apresentou efeitos negativos significativos nos indicadores analisados pela pesquisa decorrentes da pandemia de covid-19, exceto pelo aumento na PDD. Comparando-se o segundo trimestre de 2020 com o primeiro trimestre de 2020 e com o segundo trimestre de 2019, a receita líquida, o EBITDA e o resultado líquido aumentaram, exceto este último, que apresentou uma queda exclusivamente na comparação com o segundo trimestre de 2019. A base de alunos

presencial e a sua taxa de retenção reduziram-se na maior parte das comparações, porém, a base de alunos da modalidade EAD aumentou.

A Tabela 4, por sua vez, apresenta os dados da Yduqs. Como pode ser observado, a receita líquida aumentou no segundo trimestre de 2020 em todas as comparações realizadas pela pesquisa (7,35%; 3,54% e; 1,30%). O EBITDA e o resultado líquido, no entanto, apresentaram quedas de mais de 50% em quase todas as comparações realizadas (EBITDA: -67,07%; -67,49% e; -38,22%; – resultado líquido: -147,38%; -140,84% e; -79,72%). Destaca-se que o segundo trimestre de 2020 foi a única vez em que a companhia reportou prejuízo líquido no horizonte temporal abordado pela pesquisa. Possivelmente, o prejuízo líquido e a queda do EBITDA podem ser explicados, ao menos em parte, pelo aumento da PDD. A PDD aumentou em todas as comparações realizadas (218,74%; 84,37% e; 60,70%). De forma similar, o percentual da receita reconhecido como PDD também aumentou em todas as bases de comparação da pesquisa (196,92%; 78,07% e; 56,54%).

Tabela 4 - Yduqs - dados trimestrais e comparações entre eles

<b>Painel A: Informações trimestrais</b>						
<b>Dados Financeiros</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Receita Líquida	932.626	957.228	833.138	842.044	923.269	991.098
EBITDA	384.633	342.048	302.087	232.199	337.729	111.206
Resultado Líquido	240.797	194.773	152.511	58.059	167.888	-79.542
PDD	63.000	124.200	38.500	82.448	71.842	228.988
Relação PDD/Receita	6,76%	12,97%	4,62%	9,79%	7,78%	23,10%
<b>Dados Operacionais</b>						
	<b>1T/19</b>	<b>2T/19</b>	<b>3T/19</b>	<b>4T/19</b>	<b>1T/20</b>	<b>2T/20</b>
Alunos - Presencial	322.100	328.100	308.400	309.496	318.878	372.151
Alunos - EAD	239.200	248.400	267.000	260.773	313.664	380.676
Retenção - Presencial	85,80%	86,00%	85,90%	85,60%	85,00%	84,98%
Retenção - EAD	82,80%	81,50%	80,90%	79,30%	81,80%	82,14%
<b>Painel B: Comparações</b>						
	<b>Comparação 2T/20 - 1T/20</b>	<b>Comparação 2T/20 - 2T/19</b>	<b>Comparação 1S/20 - 1S/19</b>			
Receita Líquida	7,35%	3,54%	1,30%			
EBITDA	-67,07%	-67,49%	-38,22%			
Resultado Líquido	-147,38%	-140,84%	-79,72%			
PDD	218,74%	84,37%	60,70%			
Relação PDD/Receita	196,92%	78,07%	56,54%			
Alunos - Presencial	16,71%	13,43%	6,28%			
Alunos - EAD	21,36%	53,25%	42,40%			
Retenção - Presencial	-0,02%	-1,18%	-1,06%			
Retenção - EAD	0,42%	0,79%	-0,22%			

Nota: Receita líquida, EBITDA, resultado líquido e PDD estão com valores em milhares de Reais.  
Fonte: dados da pesquisa.

Não obstante, a companhia apresentou aumento na sua base de alunos em cursos presenciais e na modalidade EAD em todas as comparações realizadas (presencial: 16,71%; 13,43% e; 6,28% – EAD: 21,36%; 53,25% e; 42,40%). A taxa de retenção dos cursos presenciais, no entanto, apresentou pequenas quedas nas comparações realizadas (-0,02%; -1,18% e; -1,06%), aspecto que sugere uma certa estabilidade. As variações de menos de 1% também foram verificadas na taxa de retenção dos cursos de EAD (0,42%; 0,79% e -0,22%). Portanto, pode-se concluir que a pandemia de covid-19, a princípio, gerou um aumento no valor reconhecido como PDD que, se concretizado, tem potencial para causar um impacto negativo na Yduqs, muito embora, tal impacto pode não ser tão grande em médio e em longo prazo devido ao aumento na base de alunos em cursos presenciais e de EAD e devido à estabilidade da taxa de retenção da companhia.

Assim, considerando os resultados apresentados, acredita-se que pelo menos três aspectos merecem ser elencados e discutidos, quais sejam: I) impacto da pandemia na Receita e no EBITDA das companhias; II) impacto da pandemia no PDD das companhias e; III) impacto da pandemia na base de alunos (presencial e EAD). Em relação ao primeiro aspecto, observa-se que todas as companhias apresentaram aumento na receita líquida no segundo trimestre de 2020 em comparação com o período anterior, ou seja, os serviços de educação foram prestados durante a pandemia e a expectativa de recebimento por eles foi maior que no trimestre anterior. Nesse sentido, os dados sugerem que a pandemia não provocou uma queda significativa na base total de alunos a ponto de gerar uma redução na receita do segundo trimestre. Em relação ao EBITDA, porém, observou-se que a Cogna e a Yduqs apresentaram uma queda significativa no segundo trimestre de 2020, diferentemente da Anima e a da Ser Educacional.

Essa diferença entre o comportamento do EBITDA da Cogna e da Yduqs, em comparação com o das outras duas companhias, tende a ser explicada pelo segundo aspecto levantado para ser discutido, a PDD. Observa-se que todas as companhias mais que dobraram o valor reconhecido como PDD em relação ao que era reconhecido nos trimestres anteriores. Porém, a PDD da Anima e da Ser Educacional representou algo próximo de 10% da receita líquida, mais precisamente, 8,29% no caso da Anima e 13,84% no caso da Ser Educacional. Em contrapartida, no mesmo período, a Yduqs reconheceu uma PDD de 23,10% e a

Cogna de 45,74% do valor da receita líquida. É possível que essas diferenças sejam explicadas pela diferença no poder aquisitivo (estrato social) dos públicos atendidos por essas companhias, visto que alunos de menor poder aquisitivo (classes C, D e E), tal como os atendidos por cursos da Yduqs e, principalmente, da Cogna, tendem a ter menor capacidade para se manterem matriculados em momentos de crise econômica, tal como a provocada pela pandemia de covid-19 (PRESTES; SOUZA JUNIOR, 2017; SEMESP, 2020). Nesse sentido, a PDD teve um impacto negativo menor no EBITDA e no resultado líquido da Anima e da Ser Educacional em comparação com a Cogna e a Yduqs.

Em relação ao terceiro aspecto a ser discutido, o impacto da pandemia na base de alunos, destaca-se que a Cogna e a Anima apresentaram redução tanto na educação presencial quanto na EAD, porém, ressaltam-se dois aspectos em relação a isso. O primeiro é que a EAD tende a não ser relevante no modelo de negócio da Anima, e o segundo é que a Cogna vem apresentando redução na sua base de alunos da educação presencial há seis trimestres consecutivos. Assim, os efeitos dessas reduções nas duas companhias tendem a ser diferentes. A Ser Educacional também teve uma redução na sua base de alunos do ensino presencial, mas aumentou a base de alunos da EAD, enquanto a Yduqs conseguiu aumentar ambas as bases de alunos, mas, provavelmente, com um *ticket* médio menor para os ingressantes. Isto porque as bases de alunos da educação presencial e da EAD da Yduqs cresceram em 16,71% e 21,36%, respectivamente, enquanto a receita cresceu apenas 7,35%.

Por fim, com o interesse de observar o efeito da pandemia no preço das ações, como indicado no final da seção de Materiais e Método, comparou-se o preço das ações das companhias no início de dezembro (antes da pandemia) com o início de setembro.

Observou-se que todas as companhias apresentaram desvalorização no preço de suas ações, exceto a Anima que, inclusive, apresentou um retorno anormal de 37,14%. Ressalta-se que o retorno anormal é o retorno da ação menos o retorno do Índice Ibovespa no mesmo período, ou seja, representa o retorno além do retorno de mercado. Deve-se destacar que, comparando-se o segundo trimestre de 2020 com o mesmo período do ano de 2019, a Anima apresentou um aumento de 27,00% na receita líquida, de 74,91% no EBITDA, de 155,82% no resultado líquido e de

12,34% na base de alunos da educação presencial (foco estratégico da companhia). Ressalta-se, ainda, que esses resultados positivos no EBITDA e no resultado líquido ocorreram num cenário em que o valor da PDD foi 112,79% maior que no segundo trimestre de 2019.

Esses resultados positivos da Anima não são comparáveis com o de nenhuma outra companhia do setor no período analisado pela pesquisa e, possivelmente, eles explicam o desempenho positivo singular da companhia no mercado de ações. Ademais, sugere-se que eles sejam reflexos da qualidade da educação das IES mantidas pela Anima e, conseqüentemente, do perfil de alunos atendidos por essas IES. Considerando-se, por exemplo, o conceito ENADE, que mede numa escala de 1 a 5 o desempenho dos formandos por meio de uma prova padronizada, no triênio 2016-2018, 42% dos cursos das IES mantidas pela Anima obtiveram conceitos 4 ou 5, enquanto as demais companhias listadas na bolsa apresentaram, em média, um percentual de 5% dos seus cursos com conceitos 4 ou 5. Em contrapartida, as demais companhias listadas na bolsa apresentaram, em média, 57% dos seus cursos com conceito 1 ou 2, enquanto a Anima apresentou 11% dos seus cursos com conceito 1 ou 2 (ANIMA EDUCAÇÃO, 2020). Portanto, considerando uma relação direta entre qualidade na educação e custo das mensalidades, a Anima tende a atender alunos das classes sociais mais altas, que são mais suscetíveis a manterem-se na educação superior em períodos de crise econômica.

## **CONCLUSÃO**

Este artigo teve como objetivo identificar como a pandemia de covid-19 impactou o desempenho financeiro e operacional das companhias mantenedoras de Instituições de Educação Superior (IES) listadas na [B3]. Para o alcance do objetivo proposto, fez-se uso de uma pesquisa descritivo-exploratória com abordagem quantitativa a partir de uma coleta de dados com fontes secundárias. Os resultados sugerem que o efeito da pandemia de covid-19 não foi o mesmo para todas as companhias. Resumidamente, a Cogna apresentou uma redução no seu desempenho financeiro e operacional, apresentando os piores resultados dentre todas as companhias. A Yduqs também apresentou uma queda no seu desempenho financeiro, mas, aparentemente, conseguiu manter estável seu desempenho

operacional. A Ser Educacional apresentou uma pequena redução no seu desempenho financeiro e manteve estável o seu desempenho operacional. A Anima, porém, apresentou um aumento no seu desempenho financeiro e operacional durante a pandemia. Esses resultados, inclusive, foram refletidos no preço das suas ações negociadas na [B<sup>3</sup>].

Supõe-se que os bons resultados da Anima na pandemia de covid-19 estejam associados com a posição estratégica da companhia no mercado. As IES mantidas pela Anima apresentaram resultados superiores ao das IES mantidas pelas demais companhias listadas na bolsa no ENADE (triênio 2016-2018).

Considerando que uma maior qualidade na educação tende a gerar mensalidades mais caras, o público-alvo das IES mantidas pela Anima tende a ser composto, em sua maioria, por pessoas de maior renda (Classes A e B), de maneira que são indivíduos ou famílias que possuem maior capacidade para enfrentar a crise econômica gerada pela pandemia.

Neste sentido, conclui-se que a pandemia de covid-19 tem potencial para gerar impactos financeiros e operacionais negativos para as IES, porém, tal impacto tende a não ser uniforme em todas as IES no Brasil, podendo ser mais desafiador para as IES de pequeno porte, considerando-se também os dados apresentados pela pesquisa do Semesp (2020). Inclusive, como as companhias de capital aberto possuem maior acesso a crédito e a capital para investimento, o cenário após a pandemia também poderá ser propício para a aquisição de mais IES por parte destas. Logo, o que tende a ser uma crise para a maioria, poderá ser uma grande oportunidade de investimento para essas quatro companhias.

Como principal limitação deste estudo, destaca-se o fato de que a pandemia de covid-19 ainda não acabou no momento da conclusão do mesmo, sendo ele, portanto, apenas uma percepção inicial acerca dos efeitos da pandemia de covid-19 no setor de educação superior e nas companhias mantenedoras de IES de capital aberto. Sugere-se, portanto, que novos estudos sejam realizados com o objetivo de identificar os seguintes aspectos, mas não apenas eles: i) efeitos da pandemia de covid-19 nas mantenedoras de IES de capital aberto após o fim da pandemia; ii) diferença dos efeitos da pandemia de covid-19 nas mantenedoras de IES de capital aberto e de capital fechado, de grande porte e de pequeno porte; iii) efeitos da pandemia de covid-19 na dinâmica de aquisições das mantenedoras de IES de



capital aberto e na estrutura de mercado do setor e; iv) efeitos da pandemia de covid-19 na qualificação dos estudantes e na competitividade do trabalhador brasileiro.

## REFERÊNCIAS

ANIMA EDUCAÇÃO. **Mensagem da administração - resultados 4T 2019**. 2019. Disponível em: <<https://ri.animaeducacao.com.br/>>. Acesso em: 09 set. 2020.

ARMITRANO, C.; MAGALHÃES, L. C. G.; SILVA, M. S. Medidas de enfrentamento dos efeitos econômicos da pandemia covid-19: panorama internacional e análise dos casos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Espanha. In: **Texto para discussão**. Rio de Janeiro: IPEA, 2020. Disponível em: <[https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_2559.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2559.pdf)>. Acesso em: 09 set. 2020.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CRUZ, A. G.; PAULA, M. F. C. Capital e Poder a serviço da Globalização: os oligopólios da educação superior privada no Brasil. **Avaliação**, Sorocaba, v. 23, n. 3, p. 848-868, 2018.

DONTHU, N.; GUSTAFSSON, A. Effects of covid-19 on business and research. **Journal of Business Research**, [S. l], v. 117, n. 1, p. 284-289, 2020.

FLICK, U. **Introdução à metodologia de pesquisa**: um guia para iniciantes. Porto Alegre: Penso, 2013.

GOMES, V.; MACHADO-TAYLOR, M. L.; SARAIVA, E. V. O ensino superior no Brasil: breve histórico e caracterização. **Ciência & Trópico**, Recife, v. 42, n. 1, p. 106-129, 2018.

INEP. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira. **Sinopse estatística da educação superior 2018**. Brasília: Inep, 2019. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/web/guest/sinopses-estatisticas-da-educacao-superior>>. Acesso em: 11 jun. 2020.

PAK, A.; ADEGBOYE, O. A.; ADEKUNLE, A. I.; RAHMAN, K.M.; MCBRYDE, E. S.; EISEN, D. P. Economic consequences of the covid-19 outbreak: the need for epidemic preparedness. **Frontiers in Public Health**. [S.l.], v. 8, n. 1, p. 1-4, 2020.

PRESTES, E. M. T.; SOUZA JUNIOR, L. Expansão e financiamento da educação superior no contexto de crise econômica e de ajuste fiscal. **Revista Educação em Questão**, Natal, v. 55, n. 46, p. 161-187, 2017.

SEMESP. **Empregabilidade e ensino superior em tempos de pandemia**. 2020. Disponível em: <<https://www.semesp.org.br/wp-content/uploads/2020/04/estudo-empregabilidade-pandemia.pdf>>. Acesso em: 09 set. 2020.

SILVA JUNIOR, A.; SILVA, P. O. M.; VASCONCELOS, K. C. A.; SILVA, V. C.; MELO; M. R. Felicidade! Passei no vestibular, mas a faculdade é particular: paradoxos da educação superior brasileira. **Arquivos Analíticos de Políticas Educativas**, v. 25, n. 97, p. 1-36, 2017.