

Integração acelerada e margens elevadas

A Kroton apresentou resultado positivo para o 3T14, com lucro líquido de R\$ 304,6 milhões, 108% acima do mesmo período do ano passado. Foi o primeiro resultado com a incorporação dos números da Anhanguera.

As operações da Anhanguera atuavam em níveis menores de eficiência, entretanto as margens apresentadas demonstram os ganhos de sinergia decorrentes do processo de fusão, que já começa a surtir efeito. A integração ocorre em ritmo acelerado e consistente, o que nos trouxe números acima de nossas expectativas.

Com a nova estrutura da empresa, atualizamos nossas projeções, baseados nos números conjugados das companhias e novas perspectivas de futuro. Revisamos nosso *target price* YE2015 para R\$ 18,5 conforme projeções adiante.

Captação de alunos impulsiona resultados. A base total de alunos do Ensino Superior apresentou um crescimento de 13% A/A, chegando a 960,6 mil alunos. Foram matriculados 170 mil estudantes, 14% acima do 3T13. Considerando apenas o segmento presencial, o aumento foi de 10% A/A, alcançando 426 mil alunos. Na base de alunos EAD, o trimestre finalizou com 534,5 mil alunos, 16% sobre o 3T13. Atentamos para o fato de que, tendo em vista a empresa não ter aberto novos *campi* ou pólos EAD, o crescimento apresentado foi estritamente orgânico.

Boas margens elevam resultado da companhia. No ensino presencial, a receita líquida cresceu 166% A/A, totalizando R\$ 824,0 milhões. O lucro bruto alcançou R\$ 504,2 milhões (+197% A/A), representando uma margem bruta de 61,2% (6,2 p.p. A/A). Já no EAD, a receita líquida foi de R\$ 286,3 milhões, aumentando 76% A/A. O lucro bruto reportado foi de R\$ 210,5 milhões (+58% A/A), resultando em uma margem bruta de 73,5% (-8,6 p.p. A/A). Tal queda refere-se à incorporação da Anhanguera e sua estrutura menos eficiente. Na educação básica, o resultado foi menos favorável devido à antecipação de receita ocorrida em junho, em razão da Copa do Mundo. A receita líquida teve uma queda de 21%, chegando a R\$ 35,1 milhões. Com relação ao lucro bruto, o valor ficou em R\$ 16,8 milhões, 7% abaixo do 3T13, com uma margem bruta de 47,9%.

Não recorrentes afetam lucro líquido. O reconhecimento de eventos não recorrentes no 3T14, influenciados por ajustes em custos e despesas, além de amortização de intangível em razão da aquisição da Anhanguera, levou a uma redução de R\$ 44,0 milhões no lucro líquido da companhia. No total, o resultado líquido da Kroton ficou em R\$ 213,0 milhões, um aumento de 66,5% sobre o período do ano anterior, com uma margem líquida de 18,6% (-6,2 p.p. A/A). Sem estes efeitos, o lucro líquido teria sido de R\$ 304,6 milhões, com uma margem líquida de 26,6% (-1,7 p.p. A/A).

R\$ Mil	3T14	T/T	A/A	9M14	A/A
Receita Líquida	1.145,4	50,0%	121,9%	2.544,4	69,9%
Lucro Bruto	731,5	42,2%	118,3%	1.737,4	75,5%
Margem Bruta (%)	63,9%	-7,1 p.p.	-1,1 p.p.	68,3%	2,2 p.p.
EBITDA Ajust.	398,8	22,3%	112,2%	1.056,5	90,3%
Margem EBITDA Aj.(%)	34,8%	-10,2 p.p.	-1,6 p.p.	41,5%	4,4 p.p.
Lucro Líquido Aj.	304,6	6,5%	108,5%	880,6	98,1%
Margem Líquida (%)	26,6%	-12,9 p.p.	-1,7 p.p.	34,6%	4,9 p.p.

Fonte: Kroton e BB Investimentos

Small Caps – Educação

13 de novembro de 2014

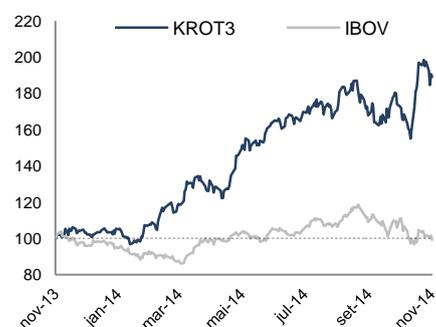
Gabriela Cortez, CNPI
gabrielaecortez@bb.com.br

Mário Bernardes Júnior, CNPI
mariobj@bb.com.br

KROT3	OutPerform
Preço em 12/11/2014 (R\$)	16,9
Preço para 12/2015 (R\$)	18,5
Upside	9%
Market Cap (R\$ milhões)	27.484
Varição 1 mês	9,5%
Varição 12 meses	89,2%
Varição 2014	79,3%
Mín. 52 sem.	8,63
Máx. 52 sem.	18,7

Valuation (R\$ mil)	
Valor da Firma 2015E	26.542
Dívida Líquida 2015E	(3.392)
Valor para os Acionistas 2015E	29.935
Quantidade de ações	1.616
WACC	11,2%
Crescimento na perpetuidade	4,5%

Múltiplos			
	2013	2014E	2015E
EV/EBITDA	-	18,1	15,9
P/L	-	26,0	18,8
LPA (R\$)	-	0,7	0,9



Fonte: Economática e BB Investimentos

Perspectivas de longo prazo. Acreditamos que, findo o processo de integração, observaremos operações com margens em níveis aproximados aos níveis históricos da Kroton. Há espaço para ganhos de eficiência, embora tenhamos projetado um crescimento da renda bruta menor que o visto nos últimos períodos. A empresa já demonstrou um bom *track record* em integrações. Não obstante a isso, entendemos que o caso Kroton/Anhanguera é o maior desafio da companhia até o momento. Sendo assim, estamos mais conservadores em nossas projeções, apesar dos bons números reportados.

Valuation

O *valuation* da empresa foi baseado no método do fluxo de caixa descontado em valores nominais. O período analisado foi de 10 anos, com uma taxa de crescimento na perpetuidade de 4,5% e WACC de 11,2% (beta de 0,5, taxa livre de risco de 7,5% e prêmio de mercado de 4,6%). Nosso *target price* YE2015 é de R\$ 18,5, representando uma possibilidade de 9% de *upside* frente ao fechamento de 12/11/2014. A nossa recomendação é de *Outperform*.

Em nosso modelo, consideramos a projeção da receita baseada (a) na evolução da população total; (b) projeção do PIB e (c) na evolução de matriculados na educação superior. Além disso, ponderamos ajustes do tíquete médio das operações pela inflação projetada.

Ressaltamos que a situação financeira da empresa, a longevidade dos negócios e o resultado de suas operações, podem ser afetados pelos riscos agora mencionados (a) desaceleração econômica e inadimplência; (b) acirramento da concorrência, considerando que o setor conta com *players* fortes e ainda é bastante pulverizado; (c) a capacidade da empresa em consolidar as operações da Anhanguera de modo a obter os ganhos de sinergia previstos; e (d) alterações significativas nos programas governamentais, como FIES, Prouni e Pronatec, que podem afetar adversamente as operações da companhia.

Reforçamos as vantagens competitivas da empresa, corroborando nossa tese de investimento, baseadas em (a) atualmente a Kroton é uma das maiores instituições de educação do Brasil e do mundo; (b) grande eficiência e boas margens; (c) crescimento sustentável (d) diversificação por meio do segmento de educação básica e educação corporativa.

Índices Econômicos (R\$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida Projetada	2.015.942	4.209.631	4.584.945	5.181.243
Lucro Bruto	1.095.366	2.294.249	2.521.720	2.901.496
EBIT	558.751	1.146.009	1.283.785	1.512.923
EBITDA	703.580	1.329.883	1.507.139	1.779.603
Lucro Líquido	516.571	1.056.124	1.459.680	1.722.920
Dívida Bruta	549.220	549.220	699.220	849.220
Dívida Líquida	130.288	-2.477.565	-3.392.355	-4.483.752
Margem Bruta (%)	54,3%	54,5%	55,0%	56,0%
Margem EBITDA (%)	34,9%	31,6%	32,9%	34,3%
Margem Líquida (%)	25,6%	25,1%	31,8%	33,3%

DRE Projetada (R\$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
Receita Líquida	2.015.942	4.209.631	4.584.945	5.181.243
CPV	920.576	1.915.382	2.063.225	2.279.747
Lucro Bruto	1.095.366	2.294.249	2.521.720	2.901.496
Despesas Operacionais	(536.615)	(1.148.240)	(1.237.935)	(1.388.573)
EBIT	558.751	1.146.009	1.283.785	1.512.923
Resultado Financeiro	(25.210)	(34.299)	252.720	300.677
EBT	533.541	1.111.710	1.536.505	1.813.600
IR	16.970	55.585	76.825	90.680
Lucro Líquido	516.571	1.056.124	1.459.680	1.722.920

Balço Patrimonial Sintético (R\$ mil)	2013	2014E	2015E	2015E
ATIVO	4.079.161	7.677.877	9.027.782	10.607.677
Caixa	418.932	3.026.785	4.091.575	5.332.972
Contas a Receber	328.141	724.992	789.629	892.325
Estoque	16.642	266.025	286.559	316.631
Não Circulante	166.009	174.397	182.034	189.638
Permanente	3.078.073	3.287.825	3.462.492	3.632.593
PASSIVO	4.079.161	7.677.877	9.027.782	10.607.677
Circulante	479.092	930.862	1.060.919	1.223.645
Exigível longo prazo	981.381	1.008.935	1.134.023	1.259.002
Patrimônio Líquido	2.618.688	5.738.080	6.832.840	8.125.030

Fluxo de caixa (R\$ mil)	2013	2014E	2015E	2016E
EBIT	558.751	1.146.009	1.283.785	1.512.923
(-) IR & CS	-17.772	-57.300	-64.189	-75.646
NOPAT	540.979	1.088.708	1.219.595	1.437.277
(+) D&A	144.829	183.874	223.355	266.680
(-) Capex	-109.700	-393.626	-398.021	-436.781
(-) Variação da Necessidade de Capital de Giro	-87.463	-320.953	-22.755	-48.068
(=)FCFF	488.645	558.003	1.022.174	1.219.108

Múltiplos	2013	2014E	2015E	2016E
EV / EBITDA	-	18,1	15,9	13,5
LPA	-	0,7	0,9	1,1
P / E	-	26,0	18,8	15,9
P / BV	-	4,8	4,0	3,4
ROE	-	18,4%	21,4%	21,2%

Valor Total para a Firma (R\$ mil)	26.542	Premissas do Valuation	
VP do FCFF	11.139.184	WACC	11,2%
VP do Valor Terminal	15.403.493	Beta (Alavancado)	0,5
Dívida Líquida	(3.392.355)	Taxa livre de risco	7,5%
Valor para os acionistas	29.935.032	Prêmio de Mercado	4,6%
Número de ações (mil)	1.616.264	Risco Brasil	2,0%
Valor justo por ação ON	18,5	Crescimento perpetuidade	4,5%

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Gabriela Cortez Mario Bernardes Jr.			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps

Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Antonio Lima
Bruno Finotello
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Gerente - Marconi Maciel

Ana Lucia Caruso da Silva
Henrique Reis
Márcio Carvalho José

Oferta

Agribusiness

Luciana de Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes
mcmontes@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Materiais Básicos

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Petróleo e Gás

Mariana Peringer
marianaperinger@bb.com.br
Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571
Amelia Khoo +65 6420-6582

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355