Insper

GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Victor Gatti Martins

O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NO BRASIL NOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA KROTON

São Paulo

2018

VICTOR GATTI MARTINS

Um Estudo dos Impactos da crise financeira no Brasil nos demonstrativos financeiros da Kroton

Trabalho de Conclusão de Curso para graduação em Ciências Econômicas no INSPER.

Orientadora: Camila Boscov

São Paulo

2018

Martins, Victor Gatti

Um estudo sobre o impacto da crise financeira no Brasil nos demonstrativos financeiros da Kroton

Victor Gatti Martins – São Paulo, 2018.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Camila Pereira Boscov

1.Kroton 2.Impactos Contábeis 3.Finanças Corporativas 4.Demonstrativos Financeiros

VICTOR GATTI MARTINS

Um Estudo dos Impactos da crise financeira no Brasil nos demonstrativos financeiros da Kroton

Trabalho de Conclusão de Curso para graduação em Ciências Econômicas no INSPER.

Data de Aprovação: __/__/____

Banca Examinadora

_____

Camila Boscov
Professora Doutora em Controladoria e Contabilidade - USP
INSPER

_____

Marcelo Nakagawa
Professor Doutor em Engenharia de Produção - USP
INSPER

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a minha família, especialmente para os meus pais, que sempre me apoiaram durante todo o percurso.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Camila Boscov, por todo apoio e tempo dedicado durante toda a graduação e principalmente durante o último ano. Sou grato por ter tido a oportunidade de ser seu aluno.
À Adriana Bruscato, que se mostrou sempre disponível e forneceu todo o suporte para esse trabalho.
Ao examinador Marcelo Nakagawa, obrigado pelo valioso tempo dedicado ao meu estudo. Sou grato por ter sido seu aluno e pela contribuição na minha formação profissional.
À minha mãe e meus amigos, que estão sempre comigo, me encorajando a superar os desafios e me inspirando cada dia mais.
Ao meu avô pelo apoio e confiança que sempre teve em mim.

Meus sinceros agradecimentos.

RESUMO

Devido a importância da educação para a sociedade e das dificuldades econômicas e políticas que o Brasil vem passando durante os últimos anos, este trabalho foi construído com o objetivo de observar o impacto da crise financeira vivenciada no Brasil entre os anos de 2013 e 2017 no setor de educação através da análise dos demonstrativos financeiros da Kroton. A análise realizada traz uma visão complementar a bibliografia atual do tema educação ao adicionar uma nova dimensão de avaliação através do estudo detalhado sobre maior grupo educacional do país. O estudo seguirá padrões de pesquisas adotados nas bibliografias referenciadas que possuem similaridade ao tema e fará uso de dados históricos disponibilizados pela Kroton ou órgãos governamentais. Dessa forma, o leitor poderá entender os impactos nos resultados financeiros da companhia que decorreram do ambiente econômico vivido pelo país e de práticas operacionais adotadas pela Kroton.

SUMÁRIO

1. Introdução 9
2. Revisão de Literatura 11
3. Metodologia 14
4. Resultados Finais 16
   4.1. Receita Bruta 17
   4.2. Margem Bruta 21
   4.3. Margem Operacional 23
   4.4. Margem Líquida 25
   4.5. Retorno sobre Patrimônio Líquido, Alavancagem e Giro do Ativo 26
   4.6. Endividamento, Liquidez e Solvência 27
5. Conclusão 29
6. Referências 30

1. Introdução

Durante os últimos anos, o Brasil passou por uma das piores recessões da história do país. Houve uma contração do Produto Interno Bruto Real por dois anos consecutivos com uma queda de cerca de 3,8% em 2015, 3,6% em 2016 e um crescimento quase nulo em 2017 segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve também uma piora no nível de desemprego, que alcançou seu auge em 2017 com uma taxa de 13,7%, representando mais de 14 milhões de brasileiros desempregados, e na inflação que atingiu níveis altos e distantes da meta proposta pelo Banco Central. Devido à piora econômica do país entre os anos de 2015 e 2017, utilizaremos o termo “Crise Financeira” para denominar esse período

A recessão do produto interno bruto começou em 2015, mas é resultado de uma série de políticas econômicas que foram realizadas anteriormente pelo governo Lula e Dilma. Entre 2009 e 2014 foram adotadas políticas econômicas heterodoxas, focadas no forte crescimento do crédito estatal e no menor compromisso fiscal. Inicialmente, o forte crescimento do crédito estatal através de subsídios e empréstimos descontrolados do BNDES contribuíram para uma maior taxa de crescimento econômico que somado ao cenário externo favorável levaram o Brasil para um ótimo momento econômico. Porém, ao adotar essa estratégia no longo prazo, houve uma piora da estrutura fiscal do país, elevando o endividamento bruto do país para 77,5% em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), segundo o Banco Central Brasileiro. A partir de 2015, visando uma retomada fiscal, são adotadas medidas contracionistas através de cortes de créditos estatais, subsídios e gastos governamentais no geral.

Esse cenário não impactou somente grandes indústrias ou setores de bens de consumo, mas também empresas que, em tese, possuiriam uma demanda mais inelástica a renda, como empresas voltadas para o setor de educação. Segundo o Ministério da Educação (MEC), 2015 foi o ano com a primeira queda no número de novos alunos no ensino superior desde 2009. Esse resultado foi puxado pela redução de 8% no número de ingressantes nas instituições privadas, que concentra o maior volume das matrículas. Além disso, o número de estudantes com mensalidades atrasadas há mais de 90 dias nas faculdades alcançou o índice de 8,8% em 2015, sendo o pior resultado

desde 2010 segundo a 10ª Pesquisa de Inadimplência do Sindicato das Mantenedoras de Ensino Superior (SEMESP).

O impacto negativo no setor de educação, através da queda no número de novos alunos e do alto nível de inadimplência, é reflexo direto do corte de crédito aplicado pelo governo entre 2015 e 2017, devido as políticas ortodoxas e do alto desemprego no país. Após oferecer 713 mil vagas em 2014 para o programa do FIES, o número de contrato firmados caiu para 280 mil em 2015 e para 250 mil em 2016. Devido à baixa oferta de financiamento e ao alto nível de desemprego, muitos potenciais alunos não tiveram outra escolha, se não postergar a decisão de cursar uma graduação.

Tendo em vista a grandiosidade do impacto da crise no setor de educação, diversas empresas sofreram financeiramente com os resultados das políticas econômicas adotadas anteriormente. Uma das principais é a Kroton, uma empresa brasileira que é um dos maiores grupos de ensino do mundo, e possui uma grande representatividade da receita no ensino superior brasileiro. Dado a magnitude da empresa, os resultados da companhia possuem efeitos diretos sobre a educação brasileira, tornando o estudo sobre os acontecimentos ainda mais relevante.

A Kroton é o maior grupo educacional privado, com fins lucrativos, do Brasil, segundo a Hoper Consultoria, com atuação no setor educacional brasileiro há mais de 50 anos, tendo iniciado as atividades no ano de 1966. Atualmente possuem mais de 1 milhão de alunos no Ensino Superior e cerca de 228 mil alunos nos Sistemas de Ensino para Educação Básica, o que representou 96,4% e 3,6% respectivamente, da Receita Líquida da Companhia em 2017. A companhia possui uma presença nacional, contando com 114 unidades de Ensino Superior Presencial e 910 polos ativos de graduação de Ensino a Distância, localizados em todos os Estados e em 638 municípios do Brasil. Atualmente, a companhia possui capital aberto na bolsa de valores, possuindo uma estrutura acionária pouco concentrada, com o maior acionista possuindo 5,85% das ações da companhia. Assim toda sua equipe de gestão é selecionada através de aprovações no conselho de acionistas. Por fim, para os próximos anos a companhia busca crescer organicamente o negócio de Ensino Superior Presencial e majoritariamente via aquisições no Ensino Básico.

Portanto, é importante analisar qual o impacto da crise financeira nos resultados da Kroton, ou seja, após as medidas de cortes de créditos e queda no produto interno bruto, ocorrida entre 2015 e 2017, o que aconteceu com a companhia financeiramente e quais as medidas que foram tomadas até o momento para reduzir o impacto negativo nos resultados.

O estudo acadêmico em questão tem como objetivo transmitir um maior entendimento sobre a Kroton, seu funcionamento e áreas de negócio e, então, um aprofundamento nas questões financeiras da empresa, desde seus maiores ativos e fontes de receita até o impacto na rentabilidade comparando períodos anteriores e posteriores aos anos de recessões no Brasil. Para realizar tais análises, serão utilizadas principalmente as Demonstrações Financeiras da Kroton desde 2010 até 2017; Formulário de Referência; notícias de jornais, da mídia e artigos acadêmicos disponíveis relacionados à empresa e à Operação, que contribuam para uma análise mais profunda do tema.

2. Revisão de Literatura

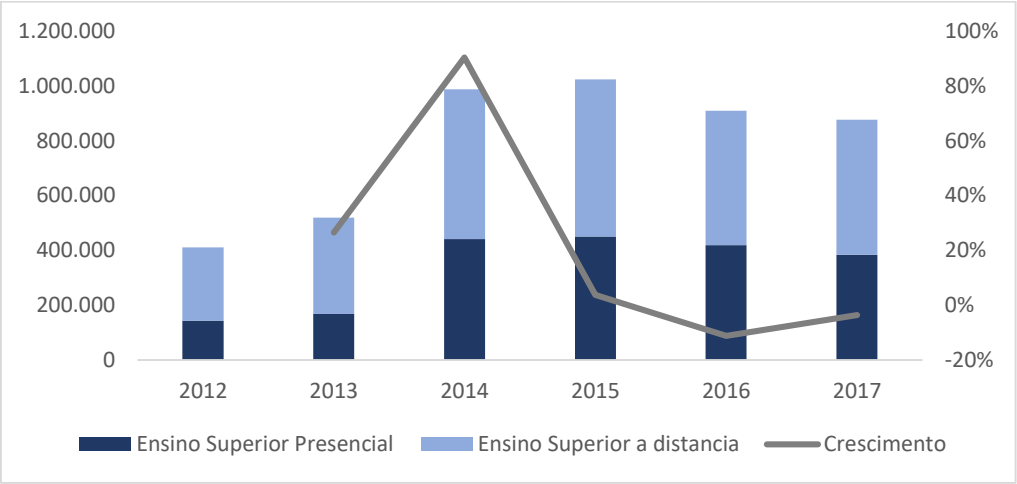
Apesar da análise do impacto da crise nos demonstrativos de uma empresa específica não ser um assunto tratado com recorrência no âmbito acadêmico brasileiro, existem algumas obras que abordam tópicos importantes que contribuirão para o desenvolvimento deste trabalho, principalmente as que abordam o impacto da redução do Financiamento Estudantil (FIES) na educação brasileira e os que entram num maior detalhamento sobre as consequências da crise brasileira como um todo.

Segundo Mancebo (2017), as instituições de educação superior estão inseridas numa complexa conjuntura econômica e política brasileira. O desenvolvimento de tais instituições é reflexo da crise capitalista mundial que possui impactos na América Latina e Brasil. Belleey e Lochner (2007) demonstram que a influência da renda familiar sobre a escolha educacional pode ter se tornado mais relevante ao longo do tempo. Para isso, analisam dados dos Estados Unidos entre 1979 e 1997 e os resultados demonstram que a renda familiar não só influencia no ingresso de instituições privadas de ensino, como também na qualidade das mesmas. Fazendo um paralelo com a Kroton, estima-se que a renda média dos seus alunos seja de aproximadamente 3 salários mínimos, segundo a

própria companhia. Vale ressaltar que nos casos de ensino a distância, esse valor é abaixo da média, enquanto o Ensino Presencial possui uma média maior.

Sampaio (2011) discute em seu artigo na revista da UNICAMP, as mudanças no século XXI no setor privado de ensino superior brasileiro comparando ao ecossistema educacional de outros países. Ela conclui que apesar do número de matriculas estar aumentando anualmente, a taxa de crescimento vem diminuindo. Na Kroton não conseguimos ver esse numero de uma forma clara devido a sua estratégia de aquisições, mas a partir de 2015 podemos uma diminuição da sua taxa de crescimento. Visando um maior entendimento desse ponto, a autora aborda aspectos econômicos e culturais de diversos países e os compara com o Brasil. Em relação a qualidade das instituições de ensino superior, Schwartzman (2002) observa que a percepção de que grande parte dos diplomas são semelhantes, não importante a qualidade do ensino, levou o crescimento excessivo nas matriculas de instituições privadas com menor ticket médio, ajudando no crescimento de companhias com foco em um baixo ticket médio.

Gráfico 1 - Base de da Kroton no Ensino Superior



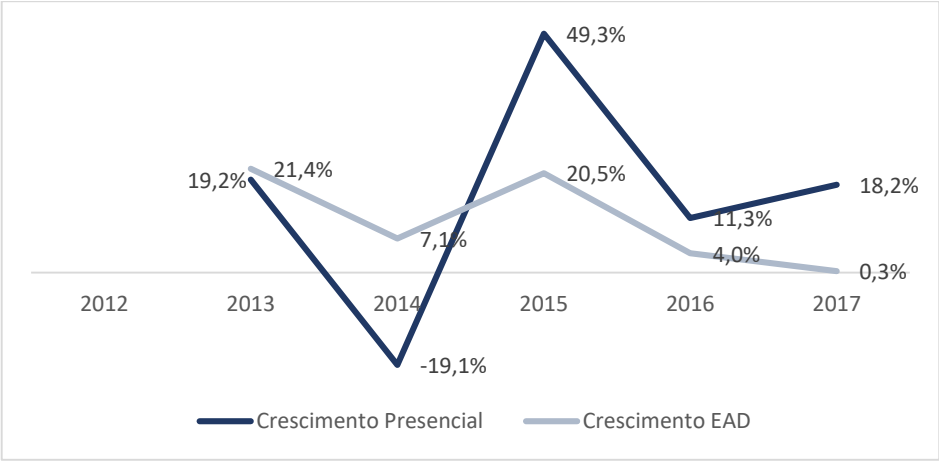
Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Para Desjardins, Ahlburg e McCall (2002) há diferença nas taxas de conclusão de estudantes entre diferentes sistemas de auxílio financeiro. Os autores concluem que programas baseados no mérito tem maior efetividade em relação aos programas baseados na necessidade financeira. Atualmente, a Kroton atua com ambos os

programas, mas possui um foco maior nas bolsas e descontos para pessoas baseados na necessidade financeira. Para isso, além de utilizar meios da própria empresa para fornecer o desconto, a companhia utiliza companhias como QueroBolsa, visando atrair novos alunos com um desconto na mensalidade. Em outros casos, a Kroton possui parceria com instituições financeiras que fornecem um financiamento estudantil para alguns estudantes.

Duarte (2014) discute os impactos do FIES nas mensalidades das instituições privadas. Como resultado encontrado, houve um aumento nas mensalidades das instituições e também uma redução na sensibilidade da demanda a aumentos de preço. Como podemos ver no gráfico 2, o crescimento do ticket médio da companhia foi de pelo menos 2 dígitos, com exceção de 2014, corroborando com o ponto citado acima.

Gráfico 2 – Crescimento do Ticket médio mensal da Kroton



Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Dinarsky (2000) estima o impacto de subsídios em relação ao ingresso de jovens de classe média e alta no ensino superior. Através da comparação entre diferentes programas de concessão de bolsas, o autor sugere que os programas geram um aumento no ingresso de jovens no ensino superior na magnitude de 7,0% a 7,9%.

O case de investimento da Kroton realizado pela empresa Constellation (2013) aborda tanto as vantagens competitivas da companhia, quanto suas fraquezas. A análise passa

por pontos fundamentais, como mudança nos preços da mensalidade, número de alunos matriculados, desistência, entre outros. Além disso, um dos pontos abordados é a importância do crédito estudantil em relação ao número total de alunos matriculados.

Este trabalho busca utilizar todo o ferramental publica pelas obras citadas acima e aplicar no caso da Kroton, analisando os principais impactos nos demonstrativos financeiros da companhia e as estratégias utilizadas para enfrentar as dificuldades no período de crise financeira no Brasil.

3. Metodologia

Serão utilizados documentos públicos da companhia, tanto os que são disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) quanto os disponibilizados pela companhia através do website institucional e de relação com investidores da Kroton. O período de análise será entre o primeiro trimestre de 2013 até o quarto trimestre de 2017, que compreende o espaço de tempo anterior ao período de crise até o momento de divulgação dos últimos dados financeiros e operacionais. A periodicidade dos dados será anual. Por fim, também serão analisados relatórios de recomendação de mercado elaborado por analistas de grandes instituições, visando uma maior compreensão da visão de mercado sobre a companhia.

Assim, os principais documentos que serão analisados são os que contêm as demonstrações financeiras da Kroton e informações operacionais. Para isso serão utilizados os formulários de referência disponibilizados pela companhia para a CVM, que contém o Balanço Patrimonial, Demonstração dos Resultados (DRE), Fluxo de Caixa, além de informações operacionais da companhia. Para um maior aprofundamento em todas as contas que compõem os resultados e uma maior compreensão das atividades contábeis da Kroton, serão utilizadas as notas explicativas.

O início da análise da companhia contará com a realização de uma análise vertical e uma análise horizontal nos seus demonstrativos financeiros. A análise vertical tem como objetivo identificar os custos e despesas mais representativos para a Kroton, em relação a sua receita total. A análise horizontal visa demonstrar a evolução dos custos e despesas

ao longo do período, contribuindo nas observações do impacto financeiro que a crise financeira gerou na Kroton.

As fontes de receitas e as contas que possuírem maior representatividade para a companhia possuirão um maior aprofundamento nesse estudo acadêmico. Para isso serão utilizadas as notas explicativas, disponíveis no formulário de referência da companhia, além das informações disponibilizadas pela companhia através do seu website ou pela área responsável pela relação com investidores. Esse conjunto de documentos somado ao parecer dos auditores independentes, que validam a veracidade das informações divulgadas será apto para atender os questionamentos desse estudo acadêmico.

Para um maior entendimento da Kroton e visando medir o tamanho do impacto da crise financeira, serão avaliados três principais aspectos: rentabilidade, liquidez e alavancagem. Para tal, serão selecionados indicadores financeiros que sejam condizentes com o modelo de negócio do setor educacional e que consigam ilustrar os três aspectos supracitados da melhor forma. Alguns dos principais indicadores utilizados são: margens bruta, ebitda e liquida; retorno sobre capital investido e retorno sobre capital liquido; índice de endividamento (Passivo Total/Ativo Total); razão entre Dívida Líquida e Ebitda; e índice de cobertura de juros (Ebit/Despesas Financeiras). Todos os índices serão definidos visando entender a capacidade de retorno da companhia para os acionistas e sua capacidade de honrar seus compromissos com seus stakeholders.

Após a realização das análises supracitadas, será possível verificar as principais consequências do período de crise no país nos demonstrativos financeiros da Kroton. Além disso, será possível a compreensão das estratégias adotadas pela companhia no período do estudo, visando conter tais impactos negativos. Para isso, utilizaremos as mesmas fontes citadas anteriormente.

Por fim, serão apontadas algumas tendências para o futuro da Kroton e do setor de educação superior de maneira geral, com base na análise sobre o cenário brasileiro e também sobre as estratégias adotadas pela companhia.

A tabela abaixo resume e ilustra os objetivos específicos desse estudo, assim como os principais métodos utilizados para análise.

Tabela 1 – Objetivos x Métodos de Analise

Objetivo	Método
Identificar e analisar o impacto contábil da crise financeira no Brasil na Kroton	Analise detalhada das demonstrações financeiras da Kroton, com auxilio de suas Notas Explicativas e noticias publicadas, com o objetivo de maior aprofundamento
Identificar as praticas adotadas pela Kroton para superar o impacto negativo nesses anos	Analise de relatórios estratégicos de casas de investimento e de apresentações realizadas pelo management da companhia.

4. Resultados Finais

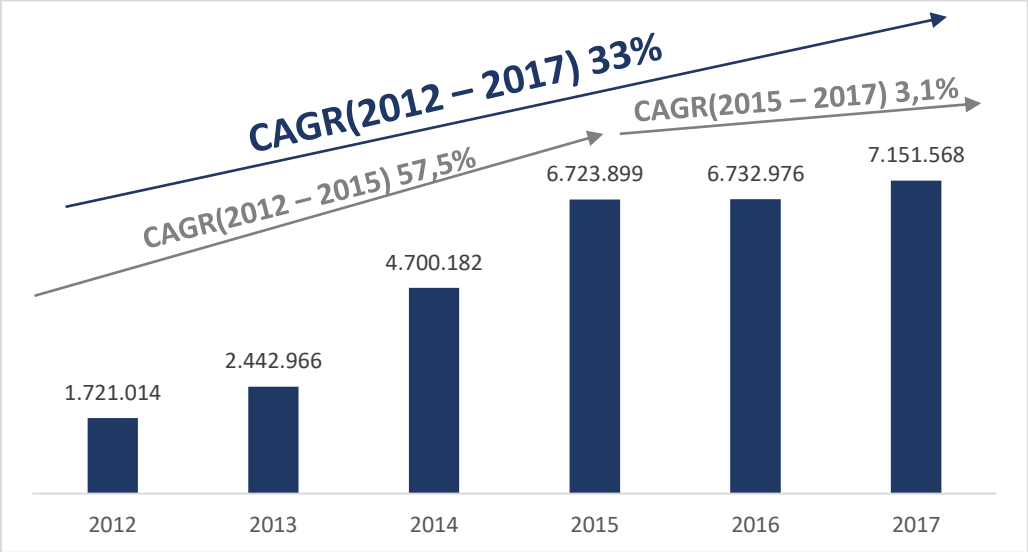
Após análise das demonstrações financeiras anuais consolidadas da Companhia dos anos de 2012 à 2017, foi possível observar quais as contas que possuíam maior relevância comparado a receita da companhia e quais contas sofreram maiores alterações ao longo do período analisado. Assim, após a análise da evolução da receita da Kroton, será realizado uma análise da rentabilidade, incluindo margem bruta, operacional e líquida. Durante a análise de cada margem, olharemos os principais custos e a evolução dos mesmos durante o período de 2013 e 2017. Por fim, analisaremos os retornos da companhia, olhando principalmente para o ROE, que reflete o retorno para os acionistas. Esses indicadores serão destrinchados através da análise Dupont que permitirá um maior entendimento do retorno do acionista, do nível de endividamento da companhia e o giro dos seus ativos.

4.1. Receita Bruta

Para entender de maneira profunda o impacto da crise financeira na saúde financeira da Kroton, precisamos entender sua composição da receita. Dessa forma, através das informações disponibilizadas publicamente pela companhia, analisaremos principalmente os canais de receita, a evolução do número de alunos; a evolução do ticket médio e a relevância de financiamentos públicos no faturamento.

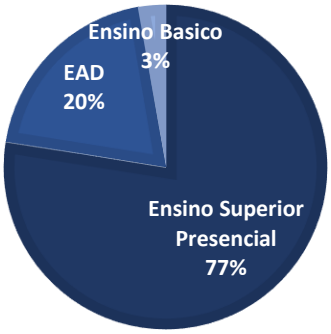
A companhia obteve uma receita de R$7,1 bilhões em 2017, apresentando um crescimento médio anual de 33% nos últimos 6 anos, como podemos ver no gráfico 3. Para entender o crescimento de forma mais detalhada, vamos dividir a receita bruta da Kroton em 3 frentes: Ensino Superior Presencial; Ensino Superior a Distância e Ensino Básico sendo a relevância sobre o faturamento em 2017 de 77,5%,19,8% e 2,7% respectivamente, ilustrado no gráfico 4. Assim, devido à baixa representatividade do Ensino Básico na receita, focaremos essa análise principalmente no Ensino Superior Presencial e Ensino Superior a distância.

Gráfico 3 – Receita Bruta Consolidada da Kroton (R$'000)



Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

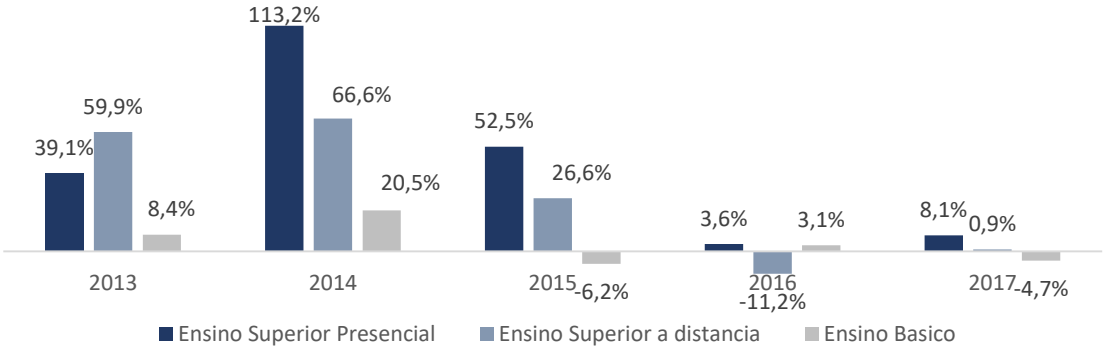
Gráfico 4 – Receita Bruta Consolidada da Kroton (R$'000)



Fonte: Elaboração própria

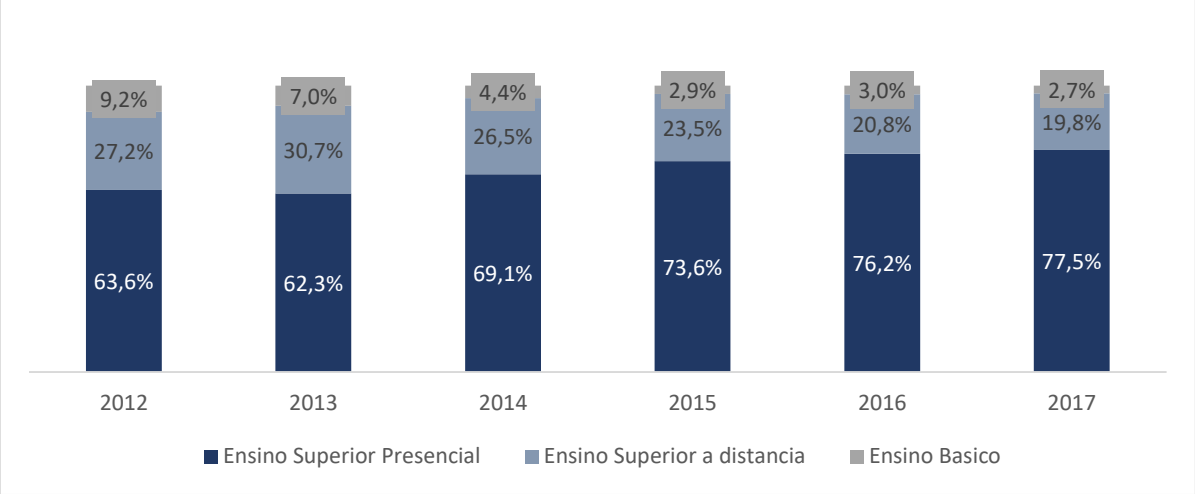
A alta taxa de crescimento da receita nos últimos seis anos teve um maior peso entre os anos de 2012 e 2015 quando a companhia cresceu em média 57,5% ao ano versus 3,1% entre 2015 e 2017. Sua maior fonte de crescimento ocorreu através do ensino superior presencial que cresceu em média 38% ao ano e passou de 63,6% de representatividade na receita em 2012 para 77,5% em 2017 como podemos ver no gráfico 5 e 6. Com a evolução desse trabalho, testaremos as hipóteses desse crescimento, analisando número de alunos, ticket médio e relevância dos programas de financiamento estudantil.

Gráfico 5– Crescimento da Receita Bruta da Kroton por canal



Fonte: Formulário de Referência da Kroton

Gráfico 6– Representatividade dos canais na Receita Bruta da Kroton

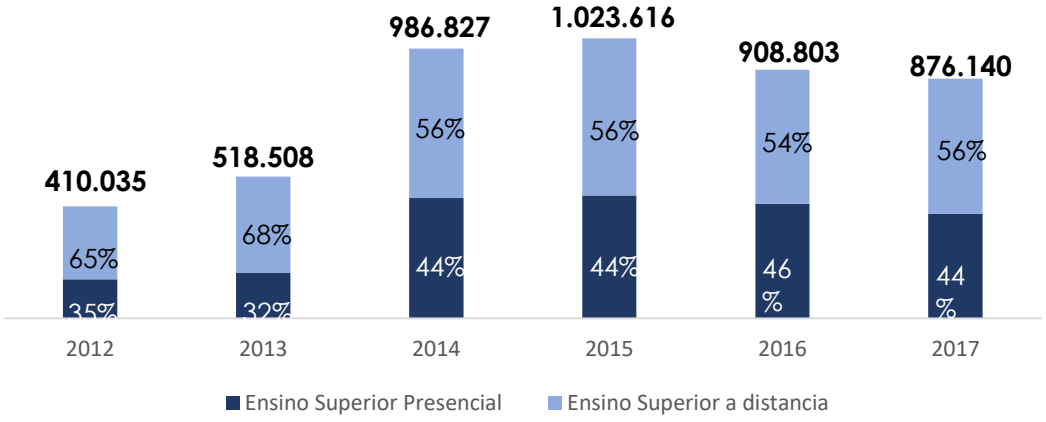


Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

A companhia finalizou 2017 com 876 mil alunos matriculados, um aumento de 214% comparado a 2012, quando tinha 410 mil alunos. Ao analisar anualmente a evolução do número de alunos, a Kroton apresenta crescimento de 250% entre 2012 e 2015, mas retrai sua base em 14,5% entre 2015 e 2017, como podemos ver no gráfico 7. O crescimento da base de alunos está diretamente relacionado com dois principais fatores: Acesso ao financiamento para ensino superior fornecido pelo governo brasileiro e aquisições de universidades.

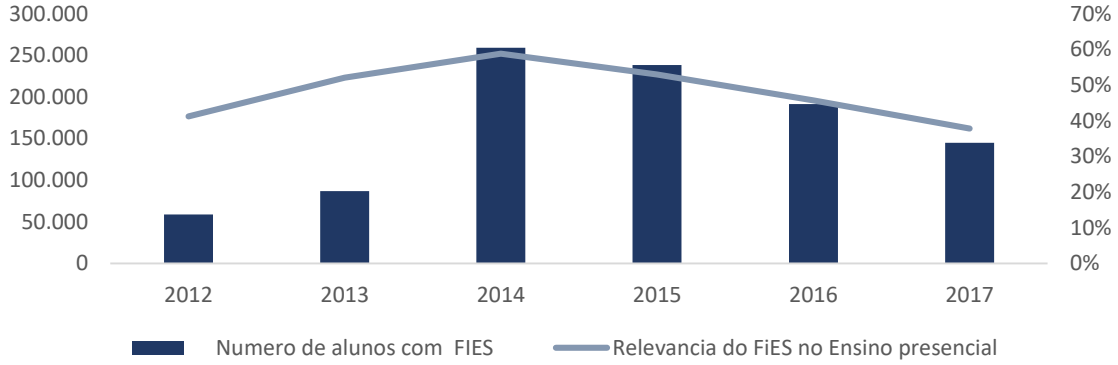
O aumento de 250% na base de alunos entre 2012 e 2015 é puxado principalmente pelo aumento de matriculas no Ensino Superior presencial, que aumenta sua representatividade em 9% no período, saindo de 35% em 2012 para 44% em 2015. De modo a aprofundar nessa questão, o gráfico 8 demonstra detalhadamente o aumento da relevância do número de alunos com FIES no Ensino Superior Presencial da Kroton, o que contribuiu em grande parte para o alto crescimento da companhia. Todavia, com o corte de bolsas disponíveis a partir de 2015, a companhia sofre com a menor taxa de crescimento de matriculas, como podemos ver no gráfico 3 e no gráfico 6, influenciando negativamente na receita bruta nesse período. Além disso, vale ressaltar que em 2014 a Kroton fez a aquisição da Anhanguera Educacional, que contribuiu com 400 mil novos estudantes, explicando o grande salto entre 2013 e 2014.

Gráfico 7–Número de alunos no Ensino Superior da Kroton



Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Gráfico 8– Relevância do FIES no Ensino Superior Presencial



Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Ao analisar a evolução do ticket médio da Kroton, a companhia vem conseguindo aumentar seu ticket médio, repassando ao menos a inflação do ano. Esse aumento do ticket médio pode ser justificado principalmente por duas razões: i) Entre 2012 e 2015, o alto número de matriculas no FIES elevou o preço médio dos cursos, seguindo a lei da oferta e demanda e ii) A companhia segue a estratégia de inserção de novos cursos mais qualificados como engenharia, elevando o ticket médio.

Dessa forma, através da comparação dos períodos 2012-2015 e 2015-2017 fica claro o impacto negativo dos anos de recessão nos resultados financeiros da companhia. A

queda do número de alunos matriculados, reflexo principalmente pela queda do financiamento estudantil prejudica o crescimento orgânico da companhia. Porém, essa queda é compensada pelo aumento do ticket médio, fazendo com que sua receita cresça, mas ainda abaixo da inflação.

4.2. Margem Bruta

Para analisar a margem bruta, precisamos levar em consideração as deduções da receita bruta e custo da companhia em sua operação. Nas deduções da receita bruta, as principais contas são: i)Impostos; ii)ProUni e iii)Devoluções. Os custos da companhia são divididos em duas principais categorias: i)Custos de Produtos Vendidos e ii) Custos de Serviços Prestados.

Em questões de rentabilidade bruta, a crise financeira parece não ter afetado a companhia nos últimos 5 anos, como podemos ver na tabela 2. Com exceção do ano de 2015, a Kroton conseguiu ganhar eficiência em seus custos em todos os anos. A possibilidade de manter sua margem em padrões saudáveis nos últimos anos se deu principalmente devido ao ganho de eficiência em seus custos, que conseguiu diminuir sua relevância na receita bruta em aproximadamente 2% ao ano, enquanto as deduções aumentaram em 5% sua relevância nos últimos 5 anos.

Tabela 2– Evolução do Lucro Bruto e Margem Bruta

R$'000	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Bruta	**2.442.966**	**4.700.182**	**6.723.899**	**6.732.976**	**7.151.568**
(-) Deduções	(427.024)	(925.706)	(1.458.664)	(1.488.266)	(1.593.820)
(%)Receita Bruta	17%	20%	22%	22%	22%
(=)Receita Liquida	**2.015.942**	**3.774.476**	**5.265.235**	**5.244.710**	**5.557.749**
(-)Custos	(694.341)	(1.229.131)	(1.685.188)	(1.521.402)	(1.432.233)
(%)Receita Bruta	28%	26%	25%	23%	20%
(=) Lucro Bruto	1.321.601	2.545.345	3.580.047	3.723.308	4.125.516
(%)Margem Bruta	**54,1%**	**54,2%**	**53,2%**	**55,3%**	**57,7%**

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

A principal razão pelo aumento das deduções da receita bruta é o maior número de alunos que entraram pelo ProUni nos últimos anos. Diferentemente o FIES, a instituição de ensino não recebe valores financeiros do governo brasileiro, mas incentivos fiscais para que forneçam vagas para jovens sem condições financeiras. Assim, os

valores referentes a mensalidade desses alunos são descontados pela companhia logo nas primeiras linhas do seu demonstrativo financeiro. Podemos ver detalhadamente na tabela 3, o valor bruto se quadruplica e há aumento da relevância dessa conta de aproximadamente 4,7% nos cinco últimos anos.

Tabela 3– Relevância ProUni

R$'000	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Bruta	**2.442.966**	**4.700.182**	**6.723.899**	**6.732.976**	**7.151.568**
(-) Deduções ProUni	(196.905)	(530.746)	(884.601)	(889.212)	(917.670)
(%)Receita Bruta	8%	11%	13%	13%	13%

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

Do total dos custos da companhia, aproximadamente 70% é decorrente de custos com professores, quadro técnicos e serviços de terceiros. Esses custos com professores, quadro técnicos e serviços de terceiros OK são normalmente corrigidos por índices que refletem oscilações inflacionarias. Porém, como citado anteriormente no tópico 5.1.1, a companhia se destaca por conseguir repassar preço acima da inflação e aumentar seu ticket médio através da inserção de novos cursos mais qualificados como engenharia, possibilitando um aumento de margem. Podemos ver essa movimentação com maiores detalhes na tabela 4.

Tabela 4 – Evolução Custos da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Custos (CPV/CSP)	**(694.341)**	**(1.229.131)**	**(1.685.188)**	**(1.521.402)**	**(1.432.233)**
(%Receita bruta)	28%	26%	25%	23%	20%
Custo dos Produtos Vendidos (CPV)	**(24.859)**	**(39.198)**	**(35.248)**	**(40.812)**	**(29.007)**
(%Receita bruta)	1%	1%	1%	1%	0%
Custo dos Serviços Prestados (CSP)	**(669.481)**	**(1.189.932)**	**(1.649.940)**	**(1.480.590)**	**(1.403.226)**
(%Receita bruta)	27%	25%	25%	22%	20%
(% Receita Bruta) Professores, Quadro Técnico e Serviços de Terceiros	-20,8%	-19,1%	-18,1%	-15,9%	-14,1%
(% Receita Bruta) Aluguel	-3,9%	-4,3%	-4,8%	-4,8%	-4,8%
(% Receita Bruta) Material	-1,3%	-1,0%	-0,6%	-0,3%	-0,3%
(% Receita Bruta) Manutenções	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
(% Receita Bruta) Outros	-0,8%	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-0,2%

Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Em 2014, os custos totais de serviços prestados aumentaram cerca de 78%, passando para R$1,18 bilhões. Essa variação ocorreu, principalmente, da incorporação da Anhanguera Educacional. No entanto, este aumento ocorreu em proporções inferiores ao crescimento da receita, havendo uma melhor de 2 p.p. Em 2015, os custos totais com serviços prestados aumentaram cerca de 34%, passando para R$1,6 bilhões. Essa

variação decorreu principalmente pelo aumento da inflação no período comparativo, assim como pelo fato de que o ano de 2014, contempla seis meses dos custos prestados da Anhanguera uma vez que a incorporação ocorreu em julho de 2014, sendo 2015 impactado os 12 meses pelo custo. No entanto, esse aumento também ocorreu em proporções inferiores ao crescimento obtido da receita, havendo uma melhora de 1,5 p.p na eficiência. Em 2016, os custos totais de serviços prestados diminuíram cerca de 3,7%, reflexo do ganho de sinergia e eficiência, incluindo a implantação do software de pesquisa operacional, que resultou numa otimização do processo de enturmação dos alunos da Kroton e estrutura menor de custos com professores, quadro técnico e serviços de terceiros, como podemos ver na tabela 4. Em 2017, os custos totais de serviços prestados diminuíram cerca de 2,2%, reflexo ainda das estratégias iniciadas em 2016 e novas estratégias focadas no EAD. A companhia migrou parte dos seus cursos semi-presenciais para 100% online possuindo uma estrutura de custos inferior tanto em professores quanto em aluguel, como podemos ver detalhadamente na tabela 5. Tais iniciativas, permitiram que a companhia aumentasse sua margem bruta em aproximadamente 2 p.p.

Tabela 5 – Estrutura de Custos do Ensino Superior a Distância da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Bruta EAD	**748.891**	**1.247.442**	**1.579.083**	**1.402.053**	**1.415.316**
Custo dos Serviços Prestados (CSP)	**(111.881)**	**(215.823)**	**(251.780)**	**(163.048)**	**(134.497)**
(%Receita bruta)	-15%	-17%	-16%	-12%	-10%
(% Receita Bruta) Professores, Quadro Técnico e Serviços de Terceiros	-10,4%	-13,4%	-12,7%	-9,0%	-7,3%
(% Receita Bruta) Aluguel	-0,9%	-1,4%	-1,7%	-1,4%	-1,2%
(% Receita Bruta) Material	-3,4%	-2,2%	-1,3%	-0,8%	-0,8%
(% Receita Bruta) Manutenções	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
(% Receita Bruta) Outros	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,4%	-0,1%

Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

Por fim, concluímos que mesmo com os desafios do menor número de alunos matriculados e alta taxa de evasão entre 2015 e 2017, a companhia conseguiu manter sua rentabilidade através de estratégias de otimização de custos bem executadas.

4.3. Margem Operacional

As principais despesas operacionais da companhia são divididas em duas principais frentes: Despesas de Pessoal e Despesas Gerais & Administrativas. Além

disso, para o cálculo da margem operacional, a companhia considera a Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD). Em relação a receita bruta, as despesas com pessoal, Despesas Gerais & Administrativas e PCLD, possuem 4,8%; 3,8% e 8,2% respectivamente.

Em relação à rentabilidade operacional, a companhia conseguiu melhorar sua margem em 2,7 p.p nos últimos 5 anos, obtendo uma queda apenas em 2017 comparado a 2016 como podemos ver na tabela 6. Sua melhora operacional é reflexo, principalmente, de políticas de otimização de despesas com vendas e com time de operações, o que diminuiu sua relevância em aproximadamente 3.9 p.p da receita bruta. Porém, a Provisão para Liquidação Duvidosa aumentou 631% nos últimos cinco anos, passando de R$92,3 Milhões em 2013 para R$583,2 Milhões em 2017, enquanto a receita aumentou aproximadamente 290% no mesmo período. O aumento do PCLD ocorre principalmente em função do crescimento da carteira de alunos com parcelamento estudantil privado, que possuem um maior provisionamento para Liquidação Duvidosa. Segundo a companhia, esse crescimento de alunos com parcelamento estudantil privado é reflexo direto das condições econômicas enfrentadas pelo país e do menor número de financiamentos públicos concedidos pelo governo.

Dessa forma, a melhora da margem operacional da Kroton é consequência da melhora da margem bruta de 3,7 p.p nos últimos 5 anos. As melhorias operacionais que a companhia realizou com Despesas de Pessoal, Gerais & Administrativas, diminuindo em 2,7 p.p a relevância da receita bruta, foi compensada pelo maior provisionamento para Liquidação Duvidosa, reflexo da maior base de alunos com parcelamento estudantil privado, como podemos ver na tabela abaixo.

Tabela 6 – Estrutura de Despesas Operacionais Consolidadas da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Despesas de Pessoal, Gerais e Administrativas	**(R$302.000)**	**(R$523.197)**	**(R$640.765)**	**(R$608.076)**	**(R$605.602)**
(%Receita bruta)	12,4%	11,1%	9,5%	9,0%	8,5%
Pessoal	(R$173.717)	(R$295.815)	(R$372.688)	(R$351.788)	(R$345.912)
(%Receita bruta)	7,1%	6,3%	5,5%	5,2%	4,8%
Gerais e Administrativas	(R$128.283)	(R$227.382)	(R$268.077)	(R$256.288)	(R$259.690)
(%Receita bruta)	5,3%	4,8%	4,0%	3,8%	3,6%
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD)	**(R$92.343)**	**(R$147.542)**	**(R$268.158)**	**(R$347.539)**	**(R$583.180)**
(%Receita bruta)	3,8%	3,1%	4,0%	5,2%	8,2%
Margem EBITDA	**28,8%**	**28,9%**	**29,5%**	**35,7%**	**31,5%**

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

Olhando para os canais de receita da companhia, o Ensino Superior Presencial foi o principal responsável pelo resultado operacional modesto da Kroton. A provisão para Liquidação Duvidosa aumentou 974% nos últimos 5 anos, indo para R$478M em 2017, como podemos ver na tabela 7. Seguindo os resultados consolidados, a companhia reduziu a relevância das despesas com Pessoal, Geral & Administrativas como porcentagem da receita bruta, reflexo dos projetos de *Strategic Sourcing* implementados pela gestão. Tais movimentos permitiram a companhia aumentar sua margem operacional em cerca de 8% nos últimos cinco anos, saindo de 32,1% em 2013 para 40,1% em 2017. No Ensino Superior a Distância, os resultados foram similares ao Presencial, com uma diminuição de 1,2 p.p na relevância das Despesas de pessoal, Gerais e Administrativas e um aumento de 7,3% no PCLD, mantendo sua margem operacional em aproximadamente 55%.

Tabela 7 – Estrutura de Despesas Operacionais Ensino Superior Presencial da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Despesas de Pessoal, Gerais e Administrativas	**(R$191.086)**	**(R$384.900)**	**(R$514.811)**	**(R$479.661)**	**(R$479.911)**
(%Receita bruta)	12,5%	11,9%	10,4%	9,3%	8,7%
Pessoal	(R$95.498)	(R$215.125)	(R$274.811)	(R$259.248)	(R$260.071)
(%Receita bruta)	6,3%	6,6%	5,6%	5,1%	4,7%
Gerais e Administrativas	(R$95.589)	(R$169.775)	(R$239.999)	(R$220.413)	(R$219.841)
(%Receita bruta)	6,3%	5,2%	4,8%	4,3%	4,0%
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD)	**(R$49.076)**	**(R$71.148)**	**(R$178.415)**	**(R$263.641)**	**(R$478.232)**
(%Receita bruta)	3,2%	2,2%	3,6%	5,1%	8,6%
Margem Operacional	**32,1%**	**38,4%**	**38,8%**	**40,5%**	**40,2%**

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

4.4. Margem Líquida

Para analisar o lucro líquido da companhia, precisamos levar em consideração o resultado financeiro e os impostos relacionados ao resultado operacional. Nos últimos cinco anos a companhia apresentou um aumento 5,18 p.p na sua margem liquida, saindo de 21,15 p.p em 2013 para 26,32 p.p em 2017, como podemos ver na tabela 8.

Além das melhorias operacionais citadas anteriormente, o aumento da rentabilidade liquida da companhia é reflexo de melhoria no resultado financeiro que saiu de uma perda de R$25 milhões em 2013 para um ganho de R$226,0 milhões em 2017, como podemos ver na tabela 8. A melhoria no resultado financeiro foi possível devido a diminuição do

seu endividamento bruto, que está acontecendo anualmente desde 2015 através do pagamento das debentures que foram incorporadas da Anhanguera na sua aquisição no ano de 2014, como podemos ver na tabela 9, e também pelo aumento de 5 vezes na receita financeira entre os anos de 2013 e 2017, reflexo principalmente do maior recebimento de juros sobre atraso da mensalidade e um saldo médio maior de caixa e aplicações financeiras como podemos ver também na tabela 9. As despesas com imposto de renda e contribuição social não obtiveram variação significativa, sendo irrelevante um maior aprofundamento nesse trabalho.

Tabela 8 – Evolução resultados financeiros e lucro líquido da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Resultado Financeiro	**-25.210**	**-24.976**	**-31.004**	**116.455**	**226.089**
(-) Despesas Financeiras	-93.383	-149.134	-196.043	-186.083	-94.937
(+) Receitas Financeiras	68.173	124.158	165.039	302.537	321.026
Imposto de Renda e Contribuição Social (milhare	**-16.969**	**-15.241**	**-68.351**	**-58.220**	**-38.279**
Do Exercício (milhares de R$)	-19.024	-28.936	-106.138	-61.973	-97.000
Diferido (milhares de R$)	2.054	13.695	37.787	3.753	58.721
(=) Lucro Liquido	**516.571**	**1.000.600**	**1.396.158**	**1.864.634**	**1.882.315**
(%) Margem Liquida	21,1%	21,3%	20,8%	27,7%	26,3%

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

Tabela 9 – Evolução do endividamento da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo Circulante (R$)	**835.079**	**1.450.571**	**1.641.615**	**2.645.028**	**3.536.141**
Caixa e Bancos (milhares de R$)	24.193	16.835	15.593	2.077	294
Aplicações Financeiras (milhares de R$)	394.739	433.929	382.639	938.290	921.034
Passivo Circulante (milhares de R$)	**479.092**	**945.905**	**1.173.525**	**1.245.420**	**1.281.422**
Empréstimos e Financiamentos (milhares de R$)	1.770	7.279	2.378	2.426	3.733
Debêntures (milhares de R$)	111.408	193.976	193.587	216.856	224.034
Passivo Não Circulante (milhares de R$)	**981.381**	**3.093.867**	**3.005.641**	**2.506.281**	**2.114.502**
Empréstimos e Financiamentos (milhares de R$)	1.301	40.855	38.430	36.003	33.614
Debêntures (milhares de R$)	434.741	700.008	524.009	288.717	42.500

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

4.5. Retorno sobre Patrimônio Líquido, Alavancagem e Giro do Ativo

Com o objetivo de um maior entendimento do retorno fornecido ao acionista nos últimos cinco anos realizaremos uma Análise Dupont, analisando os três principais componentes que afetam tal retorno, sendo eles: Margem Liquida, Giro do Ativo e Alavancagem Financeira. Entre o ano de 2013 e 2017 houve uma queda de 7,4 p.p no retorno sobre patrimônio liquido, saindo de 19,7% para 12,3%, como podemos ver na tabela 10.

Tabela 10 – ROE: Return on Equity

	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	**20%**	**9%**	**11%**	**13%**	**12%**
MG Liquida	21%	21%	21%	28%	26%
Alav. Financeira	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
Giro do Ativo	0,60	0,30	0,40	0,38	0,38

Fonte: Formulário de Referência da Kroton e elaboração própria

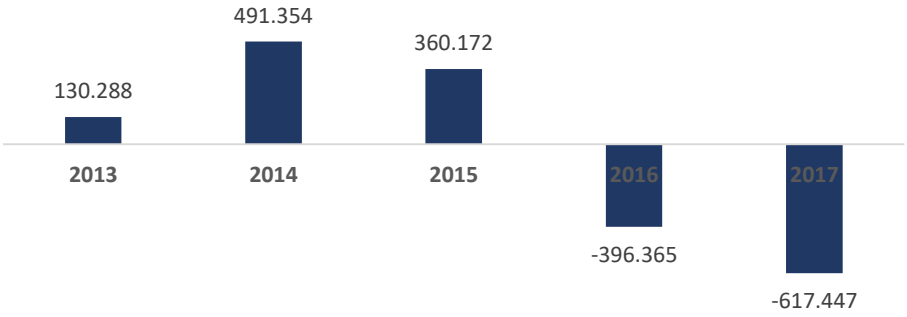
Como citado anteriormente, a companhia conseguiu aumentar sua rentabilidade através de uma melhor gestão operacional e estratégia de otimização de custos, o que aumentou toda sua margem bruta, operacional e liquida. Porém, devido a sua estratégia de expansão agressiva com construção de novos campus e aquisições de novas universidades, o giro do ativo da companhia foi prejudicado nos últimos anos. Em 2014 o giro dos ativos caiu pela metade, como podemos ver na tabela 10, refletindo a aquisição da Anhanguera no seu balanço. Este fato fica claro ao analisar o crescimento ativo da companhia em relação a 2013 versus o crescimento da receita da companhia. O ativo total cresceu aproximadamente 3,7 vezes, sendo que ativos intangíveis foram os principais responsáveis, enquanto a receita cresceu apenas 1,92 vezes em 2014. A partir desse momento através de certas iniciativas citadas no tópico 4.3 deste trabalho, houve uma melhora operacional, mas nunca recuperando o nível anterior. Por fim, como também já explicado anteriormente, a companhia adotou uma política de diminuição da alavancagem financeira, gerando uma diminuição de 0,4 vezes na alavancagem dos seus ativos.

4.6. Endividamento, Liquidez e Solvência

Outro tópico relevante para esse estudo é relacionado com as dívidas da Kroton e a sua capacidade de honrar esses compromissos. Mesmo sendo o maior grupo educacional do país, a Kroton apresenta um nível de endividamento extremamente saudável, dado sua enorme capacidade de geração de caixa, como podemos ver na tabela 9. Reflexo da alta geração de caixa da companhia e da política de desalavancagem iniciada no ano de 2015, a companhia apresentou dívida líquida negativa nos anos de 2016 e 2017, isso é, seu caixa ou equivalente de caixa é superior ao seu endividamento bruto. Como podemos ver no gráfico 9, o ano de 2014 foi marcado por um aumento de

aproximadamente três vezes na dívida liquida da companhia, reflexo da forte emissão de debentures da companhia, política que foi revertida a partir do ano de 2014.

Gráfico 9– Dívida Líquida da Kroton (R$'000)



Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

Outra maneira de medirmos a saúde da Kroton honrar seus compromissos no curto prazo é através do índice de liquidez corrente, que corresponde à razão entre o ativo circulante e o passivo circulante da companhia. Nos últimos cinco anos, a Kroton sempre apresentou um índice superior à um, demonstrando sua capacidade de honrar seus compromissos com terceiros no curto prazo. Entre os anos de 2013 e 2015, o índice diminuiu de 1,7 para 1,4, reflexo principalmente dos atrasos nas contas a receber. Porém, a partir do ano de 2016, a companhia retomou o crescimento desse índice, elevando-o para 2,1 em 2016 e 2,6 em 2017. Em 2016, o aumento ocorreu principalmente devido ao forte resultado no período, recebimento de 25% das parcelas não pagas em 2015 devido à PN23, que foi o acordo que as instituições de ensino fizeram com a União para o recebimento das parcelas atrasadas do FIES. O crescimento no ano de 2017 também se deu pelo forte resultado operacional da companhia e pelo recebimento de 25% das parcelas não pagas pelo governo em 2015. Por fim, olhando para o compromisso no longo prazo, a companhia possui um alto nível de capacidade de pagamento dos seus compromissos. A razão entre a dívida total e o patrimônio da Kroton ficou em 2% no ano de 2017, havendo uma diminuição de 19% em relação ao ano de 2013,. refletindo a capacidade de crescimento da companhia sem utilizar dívidas em excesso.

Tabela 11 – Indicadores Financeiros da Kroton

	2013	2014	2015	2016	2017
Divida Bruta	549.220	942.118	758.404	544.002	303.881
Divida Liquida	130.288	491.354	360.172	-396.365	-617.447
Liquidez Corrente	1,7	1,5	1,4	2,1	2,6
Div/PL	0,21	0,08	0,06	0,04	0,02

Fonte: DFP da Kroton e elaboração própria

5. Conclusão

Desde 2015 o Brasil passou por diversas mudanças causadas pelas recessões enfrentadas na economia, que não atingiram apenas a Companhia estudada, mas também outras empresas relevantes no mercado brasileiro. Durante esse período a gestão das companhias foram colocadas em cheque, fazendo com que novas estratégias operacionais fossem adotadas para manter os demonstrativos financeiros saudáveis.

Na parte do crescimento da receita, a Kroton manteve um crescimento anual, mas com taxas de crescimento abaixo do nível histórico. O corte de vagas no programa de Financiamento Estudantil (FIES) e as condições econômicas do país causaram a primeira redução no número de alunos matriculados nos dez anos da companhia, impedindo a Kroton de manter a taxa de crescimento orgânico planejada. A principal contribuição no crescimento da receita durante esse período foi a capacidade de aumentar o preço médio das mensalidades, principalmente devido a estratégia de inserção de cursos mais qualificados, como engenharias, visando um aumento do preço nas mensalidades.

Olhando para a rentabilidade da Kroton, fica explicito a capacidade de gestão dos executivos da companhia. Com todos os desafios operacionais em jogo, a Kroton continuou com margens de lucro saudáveis, inclusive aumentando a margem operacional e líquida em cerca de cinco pontos percentuais. A capacidade de reduzir aa relevância da conta de Pessoal, Geral & Administrativa e a melhoria do resultado financeiro confirmou a imagem da companhia em relação a sua boa gestão.

Com todos os desafios operacionais, a companhia ainda conseguiu reduzir seu nível de endividamento e levar seus índices de liquidez e solvência para um dos melhores níveis historicamente. Além disso, a redução do endividamento permitiu uma melhoria no resultado financeiro da companhia, melhorando sua rentabilidade, como supracitado.

Porém, seguindo a estratégia de desalavancagem, a companhia abriu mão do seu retorno para o acionista, diminuindo em aproximadamente oito pontos percentuais devido a diminuição da sua alavancagem financeira e também menor giro dos ativos.

Assim, com base em toda a análise realizada nesse estudo acadêmico, é possível concluir que a crise financeira vivenciada no Brasil teve impacto no crescimento da companhia, uma vez que diminuiu sua base de alunos e diminuiu sua taxa de crescimento. Porém, devido as estratégias operacionais adotadas pela companhia, a Kroton foi capaz de continuar crescendo de maneira rentável e melhorando seu nível de endividamento. Com base nas evoluções nos últimos dois anos, a Kroton tem mostrado retomada de crescimento frente ao mercado, impulsionada por uma gestão mais eficiente combinada com uma estratégia de crescimento sustentável no longo prazo.

6. Referências bibliográficas

BELLEY, P.; LOCHNER, L. The changing role of Family income and ability in determining educational achievement. Journal of Human Capital, Chicago, v. 1, n. 1, p. 37-89, out. 2007.

DUARTE, I. F. **Impactos de Financiamento Estudantil sobre Encargos Escolares: Consequências do FIES.** 2014. 26 p. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio De Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

DYNARSKI, S. Does Aid Matter? Measuring the Effect of Student Aid on College Attendance and Completion. American Economic Review, Nashville, v. 93, n. 1, p. 279-288, mar. 2003.

FELICETTI, V. L; FOSSATTI, P. Alunos Prouni e não Prouni nos cursos de licenciatura: evasão em foco. Educar em Revista, Curitiba, n. 51, p. 265-282, mar, 2014.

MANCEBO, D. Diversificação do ensino superior no Brasil e qualidade acadêmico. São Palo: Xamã, 2010

MCCOWAN, T. Expansion without equity: An analysis of current policy on access to higher education in Brazil. Higher Education, Amsterdam, v. 53, n. 5, p. 579-598, 2007.

NUNES, M. G. **The effects of Prouni:** a financial aid program in Brazilian higher education. 2012. 38 p. Dissertação (Mestrado em Educação Internacional Comparada) – Stanford University, Stanford, 2012

SCHWARTZMAN, J.; SCHWARTZMAN, S. O ensino superior privado como setor econômico. Ensaio–Avaliação e Políticas Públicas em Educação, v. 10, n. 37, p. 411-440, 2002.

TANGKITVANICH, S.; MANASBOONPHEMPOOL, A. Evaluating the Student Loan Fund of Thailand. Economics of Education Review, Amsterdam, v. 29, n. 5, p. 710-721, out. 2010.