

## Vitru (VTRU US): Combinação de negócios positiva e estratégica

### Unindo forças no segmento EaD; Vitru se fundirá com a Unicesumar

Conforme especulado recentemente pela mídia local, a Vitru divulgou um fato relevante informando que celebrou um acordo definitivo de combinação de negócios com Unicesumar, uma das maiores empresas de ensino a distância (EAD) da pós-graduação brasileira indústria (330 mil alunos). Como empresas de EaD puras, as operações são altamente sinérgicas, e, portanto, vemos o negócio como positivo e estratégico. Ainda está sujeito a condições de fechamento, incluindo aprovações antitruste.

### Preço definido em R\$ 3,23 bilhões; 19,4% a ser pago via ações VTRU

O valor da empresa da Unicesumar foi estabelecido em R\$ 3,23 bilhões, ou um valor patrimonial de R\$ 3,15 bilhões, incluindo dívida líquida estimada de R\$ 78 milhões na data de fechamento. Sobre a transação, 62,9% do valor patrimonial será pago em dinheiro e 19,4% será pago por meio a emissão de novas ações da Vitru (7,18 milhões de ações, ~ R\$ 600 milhões). Os 17,7% restantes do valor patrimonial serão pagos em dinheiro 12 meses após fechamento, corrigido pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

### 12,4x EV/EBITDA (últimos 12 meses) parece justo, considerando as principais sinergias implícitas

O múltiplo EV/EBITDA implícito é 12,4x (vs. 13,2x EV / EBITDA da Vitru), que está acima de algumas fusões e aquisições históricas no setor de educação. Em nossa visão, o prêmio é pago pelo segmento EaD ser um nicho de alto crescimento, além da exposição ao setor de saúde (estimamos mais de 15% das receitas da Unicesumar). Segundo a Vitru, após a captura de sinergias de custos (sem considerar as sinergias comerciais) e o amadurecimento das atuais vagas de medicina da Unicesumar, o EV / EBITDA estimado deve ser 6,7x para 2023 e 5,7x para 2024. O acordo também envolve potenciais pagamentos adicionais: (i) R\$ 1 milhão por assento em relação a 50 assentos adicionais para vagas em medicina sujeitos à aprovação regulatória (apreciamos o valuation, já que o preço justo de um assento de medicina está acima de R\$ 2 milhões); e (ii) um ganho de até R\$ 50 milhões referente ao cumprimento de determinadas metas definidas no negócio acordo de combinação.

### Unicesumar em poucas palavras: uma empresa EaD de alto crescimento no Brasil

Fundada há 30 anos em Maringá (PR) e sempre liderada pela Família Matos desde então, a Unicesumar é uma empresa tradicional de pós-graduação no sul do Brasil. É principalmente exposto ao EAD e tem + 330 mil alunos, 760 centros de EAD, 5 campi locais e excelente qualidade de educação. Ele manteve uma pontuação IGC

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Marcel Zambello

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

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

#### Vitru (VTRU US)

Data	24/08/2021
Ticker	VTRU US
Rating	Compra
Preço Alvo (US\$)	19,0
Preço (US\$)	17,0
Listagem	Nasdaq

#### Dados Gerais:

Market Cap. (US\$)	392,00
Vol. Médio 12M (US\$)	0,20

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	41,9x	19,2x
EV/EBITDA	14,3x	10,5x

(conforme avaliado pelo Ministério da Educação) de “4” por 10 anos consecutivos, uma conquista impressionante para uma empresa EaD. A Unicesumar também tem uma presença considerável no campus relacionado a cursos de saúde, principalmente medicina, com mais de 1,6 mil alunos com 348 vagas de medicina que ainda estão aumentando (com potencial para 50 vagas adicionais no futuro próximo, relacionados com o referido earn-out). Nos últimos doze meses, A Unicesumar registrou receita líquida de R\$ 762 milhões e EBITDA ajustado de ~R\$ 260 milhões. Como referência, no mesmo período, a Vitru registrou faturamento de R\$ 541 milhões e EBITDA ajustado de R\$ 158 milhões.

### **Um novo gigante em EaD; alavancagem financeira aumenta significativamente**

A nova companhia deve ter uma base de alunos combinada de ~660 mil alunos EaD com + 20% participação no segmento de EAD, atrás do atual líder de mercado com 695 mil alunos (Cogna). Mais especificamente, deveria ter uma receita líquida combinada de R\$ 1,3 bilhão nos últimos 12 meses e EBITDA ajustado de R\$ 418 milhões. Ao incluir a parte em dinheiro do negócio (~ R\$ 2 bilhões no fechamento + ~ R\$ 550 milhões a pagar na fusão), estimamos a dívida líquida da nova companhia (incluindo leasing e M&A a pagar) de cerca de R\$ 2,58 bilhões, ou ~ 6x dívida líquida/ EBITDA proforma. Como a Vitru acabou de levantar R\$ 500 milhões em seu IPO no ano passado, acreditamos que uma oferta de ações também pode ser uma alternativa para financiar a transação. A desalavancagem ao longo tempo é naturalmente esperado, uma vez que o fluxo de caixa livre deve expandir na pelas sinergias capturadas e o crescimento contínuo na indústria de EaD.

### **Sinergias em várias frentes; CADE não deve ser um grande problema**

Vemos espaço para sinergias de negócios interessantes: (i) geográficas (aumentando o poder de fogo comercial e fortalecimento de sua presença nacional); (ii) absorção do modelo acadêmico vencedor da Unicesumar (melhorando a qualidade acadêmica do grupo e IGC geral); e (iii) sinergias de custos e administrativas. Aproveitando as sinergias de custos relacionadas à combinação de negócios, estimamos que a nova companhia deve ser capaz de postar cerca de 25% de taxa de crescimento de EBITDA nos próximos quatro anos. Enquanto isso, não vemos grandes riscos antitruste. De acordo com os dados de 2019 do INEP (dados oficiais mais recentes da indústria), a sobreposição entre as empresas é quase zero. A única exceção é Santa Catarina, onde a nova companhia teria uma participação de mercado de 59% no EaD. A abordagem do regulador antitruste é geralmente mais regional, reduzindo as chances de possíveis 'remédios'.

### **Aprimoramentos de governança corporativa**

Como resultado da transação, os atuais acionistas da Unicesumar terão uma participação de 23,6% na Vitru, enquanto os fundos de private equities deveriam ter uma participação menor (Carlyle com 20,5%, Vinci com 20,5% e NB Funds com 14,3%). Como parte dos acordos de governança, o Sr. Willian Mattos, chefe de EaD da Unicesumar, será nomeado Co-CEO da Vitru e vai liderar a empresa juntamente com o CEO da Vitru, Pedro Graça. Outros membros da equipe da Unicesumar devem receber assentos no conselho da nova companhia.

### **Grande passo para desenvolver uma grande empresa de EaD;**

Reiteramos a recomendação de compra. Embora previamente especulado pela mídia local, damos as boas-vindas a transformação do negócio que deve gerar potencial relevante para nosso cenário de base. Mais importante ainda, pode abrir espaço para melhorar a liquidez das ações da Vitru, que é uma das principais questões que comumente ouvimos sobre a ação dos investidores. Assim, reiteramos nossa classificação de compra.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	-2,5	5,1	4,2	11,2	14,0
EV/EBITDA	95,7	18,7	14,3	10,5	8,1
P/L	-32,1	40,8	41,9	19,2	12,8
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	461	519	627	741	879
EBITDA	27	112	147	193	238
Lucro Líquido	-66	52	51	111	166
LPA (R\$)	-5,69	2,24	2,18	4,76	7,14
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,95
Dívida Líquida/Caixa	-408	25	35	108	193

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de US\$ 16,99, em 23 de agosto de 2021.

## Informações Importantes

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

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

## Disclaimer Global

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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