

Cogna (COGN3): Resultado do 3T20

Resultados fracos do 3T refletem a dificuldade no segmento de ensino presencial

Os resultados do terceiro trimestre foram fracos devido a um desempenho inferior no segmento de Ensino Superior, particularmente no ensino presencial (atingido por PDAs altos + novas inscrições pressionadas + alavancagem operacional negativa + redução do FIES), enquanto o segmento K12 (Ensino Fundamental) também enfrentou alguns efeitos colaterais negativos da Covid-19. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 1,26 bilhão (em linha conosco; -17% a/a, prejudicado principalmente pela queda de 38% nos negócios de graduação presencial). O EBITDA contábil (IFRS 16) foi negativo em R\$ 610 milhões (vs. R\$ 512 milhões positivos do ano passado), principalmente afetado por algumas baixas no valor de ativos não-caixa (totalizando R\$ 831 milhões). Excluindo apenas essa reversão de contingências pontuais e positivas de R\$ 60 milhões, o EBITDA ajustado teria sido de R\$ 161 milhões (-62% a/a; em linha conosco). Ao considerar todos os ajustes da empresa (Cogna também ajusta seu EBITDA para R\$ 41 milhões relacionados a indenizações e R\$ 22 milhões relacionados a despesas de M&A), o EBITDA adj. teria diminuído 50,5% a/a, também prejudicado pela alavancagem operacional mais fraca e PDAs altos (R\$ 220 milhões, + 29% a/a). O prejuízo líquido contábil totalizou R\$ 1,3 bilhão (vs. lucro líquido de R\$ 20 milhões do 3T19), claramente prejudicado por todos os efeitos mencionados, principalmente de baixa no valor recuperável de ativos (não houve grandes surpresas nas amortizações e resultados financeiros líquidos).

Graduação (Kroton): EBITDA (ex-one-offs) caiu 70% a/a para R\$ 130 milhões

Os resultados da Kroton foram marcados por uma grande contração da base de alunos (no local). A receita líquida das operações locais (42% da receita geral do terceiro trimestre e 70% do segmento de Ensino Superior) despencou 38% a/a para R\$ 524 milhões (em linha conosco), apesar de um melhor ticket médio, prejudicado pela eliminação do FIES (esperado) e base de alunos muito mais fraca (-30% a/a). Este último foi impulsionado por níveis de abandono mais altos (de 430 pontos-base para 18% de base renovável) e o pior desempenho de todos os tempos em captação de alunos (queda de 61% a/a, sendo o principal destaque negativo do terceiro trimestre, em nossa opinião). Além disso, as receitas de ensino a distância (18% das receitas gerais do terceiro trimestre e 30% da pós-graduação) diminuíram 11% a/a, com uma expansão de 18% na base de alunos, mas mais do que compensada por uma grande pressão no ticket médio (-20%). Impulsionado por PDAs elevados e alavancagem operacional negativa no ensino presencial (número de alunos por campus em 1,39k, queda de 30% a/a, 16% t/t), o EBITDA da Kroton (ex-one-offs) caiu 70% a/a para R\$ 130 milhões (57% do EBITDA total da Cogna)!

BTG Pactual – Equity Research:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Cogna ON (COGN3)

Data	13/11/2020
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	5,4
Preço (R\$)	4,8
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	8.877,60
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	336,25

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	N/A	20,9x
EV/EBITDA	15,7x	10,2x

Stock Performance:

Novembro (%)	10,7%
LTM (%)	-53,8%



Vasta teve uma sazonalidade negativa no terceiro trimestre; 2021 ACV para expandir 17%

Em um trimestre sazonalmente mais fraco, a Vasta (que recentemente realizou seu IPO e representou 11% das receitas do terceiro trimestre da Cognia) divulgou um crescimento de receita de 2,5% a/a, mas sinalizamos que o ACV (valor de contrato anual) de 2020 (de 19 de outubro a setembro de 2020) aumentou 18%. Além disso, seu EBITDA adj. foi de R\$ 10,6 milhões (próximo à nossa projeção de R\$ 6,5 milhões). Mais importante ainda, a empresa informou que o ACV de seu ciclo de vendas de 2021 (de outubro de 2020 a setembro de 2021) é de R\$ 835 milhões (até agora), um aumento de 17% em relação a 2020 (conforme esperado). Em outros lugares, as operações da Saber decepcionaram, com a receita líquida (12% da receita geral) caindo 16%, prejudicada pela Covid-19 (com mais desistências e descontos relacionados ao surto da pandemia), enquanto seu EBITDA adj. caiu 35% a/a para R\$ 30 milhões, devido a uma pior alavancagem operacional somado a PDAs mais altos.

A geração de FCF operacional foi novamente uma surpresa positiva; IPO de Vasta para ajudar endividamento

Apesar do conjunto nada inspirador de resultados, o FCF após capex foi positivo em R\$ 183 milhões (vs. R\$ 86 milhões no 3T19), ajudado por um menor consumo de capital de giro (efeito positivo da eliminação progressiva do FIES) + capex inferior (-50% a/a). Conforme amplamente esperado pelo mercado, a Cognia registrou uma contração de dívida líquida de 38% t/t, devido a: (i) ~R\$ 2 bilhões do IPO da Vasta; e (ii) R\$ 84 milhões da conta escrow referente à aquisição da Somos. Mais precisamente, a dívida líquida do terceiro trimestre (ex-leasing) caiu para R\$ 3,2 bilhões, de R\$ 5,1 bilhões no segundo trimestre, ou cerca de 2,5x LTM EBITDA adj.

Ainda neutro enquanto esperamos pelo tão necessário processo de reestruturação

À luz da enorme alavancagem operacional negativa que a empresa enfrenta (o número de alunos por campus caiu mais de 60% nos últimos três anos), acreditamos que apenas um grande processo de reestruturação (que deve ser apresentado pela empresa em breve) poderia trazer uma perspectiva e melhora. Todos concordamos que os resultados do 3º trimestre da Cognia deveriam ser fracos (os números ajustados estavam realmente em linha conosco, como dissemos). Mas a enorme redução do negócio presencial nos preocupa, principalmente considerando que ainda representa mais de 55% do EBITDA geral. Enquanto esperamos por este (muito necessário) processo de reestruturação, continuamos com uma recomendação Neutra. Estamos aproveitando a oportunidade para definir um novo preço-alvo de R\$ 5,4/ação para 2021 (a partir de R\$ 6,5/ação, refletindo os recentes trimestres fracos sendo incorporados em nosso modelo oficial). Lembramos que o recente IPO da Vasta (que tem um valor de mercado de R\$ 6 bilhões, ~75% de propriedade da Cognia) oferece um piso de valuation para a Cognia (agora com um valor de mercado de R\$ 8,6 bilhões).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,3	9,1	-0,9	2,4	5,1
EV/EBITDA	5,0	7,9	15,7	10,2	7,5
P/L	4,8	9,3	-49,2	20,9	19,1
Dividend yield %	8,9	2,7	0,0	-0,2	0,2

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.061	7.029	5.645	5.442	6.021
EBITDA	2.483	2.423	995	1.492	1.828
Lucro Líquido	1.511	773	-167	394	432
LPA (R\$)	0,81	0,41	-0,09	0,21	0,23
DPA líquido (R\$)	0,34	0,10	0,00	-0,01	0,01
Dívida Líquida/Caixa	-5.088	-11.994	-7.389	-7.046	-5.411

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 R\$ 4,58, em 12 de Novembro de 2020.

Tabela 1: Cogna – Resultados do 3T20

P&L, R\$ milhões, IFRS 16	3T20A	3T20E	3T19A	2T20A	A x E	a/a	t/t
Receita Líquida	1.256,1	1.238,1	1.516,0	1.372,5	1,5%	-17,1%	-8,5%
CPV (ex - Deprec. & Amortiz.)	-413,5	-412,1	-460,2	-340,4	0,3%	-10,1%	21,5%
Lucro Bruto (ex- Deprec. E Amort.)	842,6	826,0	1.055,8	1.032,1	2,0%	-20,2%	-18,4%
<i>Margem Bruta</i>	67,1%	66,7%	69,6%	75,2%	0,4 p.p.	-2,6 p.p.	-8,1 p.p.
Despesas com Vendas, Gerais & Adm.(ex - Deprec. e Amort.)	-579,9	-588,9	-559,9	-867,6	-1,5%	3,6%	-33,2%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-46,2%	-47,6%	-36,9%	-63,2%	1,4 p.p.	-9,2 p.p.	17,0 p.p.
Juros sobre Mensalidades	31,0	23,2	73,0	8,1	33,6%	-57,5%	282,7%
Equivalência Patrimonial	2,9	0,0	0,5	1,4	-	531,3%	109,3%
Despesas Corporativas	-67,4	-76,8	-105,9	-53,4	-12,2%	-36,4%	26,2%
Itens não-recorrentes	-899,7	-25,0	-36,3	-405,0	3498,8%	2378,5%	122,1%
Reversões de Contingências	60,4	59,5	84,9	144,9	1,5%	-28,9%	-58,3%
EBITDA contábil	-610,1	218,0	512,1	-139,5	-379,9%	-219,1%	337,3%
<i>Margem EBITDA</i>	-48,6%	17,6%	33,8%	-10,2%	-66,2 p.p.	-82,4 p.p.	-38,4 p.p.
Itens não-recorrentes	831,2			260,1			
EBITDA ajustado (ex- variações pontuais + reversões/Escrow)	160,8	158,6	427,1	-284,4	1,4%	-62,4%	-156,5%
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	12,8%	12,8%	28,2%	-20,7%	0,0 p.p.	-15,4 p.p.	33,5 p.p.
Depreciação	-285,3	-289,5	-328,9	-290,2	-1,5%	-13,3%	-1,7%
EBIT	-895,4	-71,5	183,2	-429,7	1152,3%	-588,8%	108,4%
Resultados Financeiros	-178,9	-179,3	-246,1	-194,7	-0,2%	-27,3%	-8,1%
EBT	-1.074,3	-250,8	-62,9	-624,4	328,3%	1607,9%	72,1%
Imposto de Renda	-224,5	41,5	83,7	172,5	-641,0%	-368,2%	-230,1%
Participação de Minoritários	6,8	0,0	-0,2	-2,8	-	-	-
Luco Líquido	-1.292,0	-209,3	20,5	-454,7	517,3%	-6402,4%	184,1%
<i>Margem Líquida</i>	-102,9%	-16,9%	1,4%	-33,1%	-86,0 p.p.	-104,2 p.p.	-69,8 p.p.
Amortização do Intangível	82,2	88,1	101,5	82,4	-	-19,0%	-0,2%
Impairmet sobre Ágio	831,2	0,0	13,5	4,5	-	6057,0%	18371,1%
Escrow	0,0	0,0	0,0	227,9	-	-	-
Baixa de IR diferido	215,7	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Lucro Líquido ajustado	-163,0	-121,2	135,5	-140,0	34,5%	-220,3%	16,4%
<i>Margem Líquida ajustada</i>	-13,0%	-9,8%	8,9%	-10,2%	-3,2 p.p.	-21,9 p.p.	-2,8 p.p.

Fonte: Cogna e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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