

Cogna (COGN3): Um pouco abaixo das expectativas otimistas dos investidores

Perspectiva de longo prazo em linha; um evento que não trouxe grandes potenciais positivos de curto prazo

Participamos do evento virtual do Investor Day da Cognia, onde a empresa forneceu detalhes qualitativos sobre a estratégia por trás de sua perspectiva de longo prazo. A Cognia deu como guidance um EBITDA recorrente em 2020 de R\$ 1 bilhão e R\$ 2,4 bilhões em 2024, em linha com nossas projeções, enquanto fluxo de caixa operacional após capex deve totalizar R\$ 230 milhões neste ano e R\$ 1 bilhão em quatro anos, implicando em um melhor conversão de EBITDA para fluxo de caixa livre, de 20% para 42% no período. Além de lançar mais luz sobre a oportunidade de crescimento de longo prazo de suas plataformas educacionais, a Cognia aproveitou a primeira metade do evento para detalhar sua estratégia de longo prazo para o segmento de graduação. Apesar das melhores tendências de fluxo de caixa livre à frente (2020 deve marcar um ponto de inflexão), à luz da alavancagem financeira relativamente alta da empresa (estimamos a dívida líquida da Cognia em quase 3x o EBITDA ajustado dos últimos 12 meses no 4T), acreditamos que o evento foi frustrante, pois não conseguiu explicar como a empresa pode se desalavancar rapidamente (prova disso foi a falta de guidance para 2021).

B2C em ensino superior (Kroton): guidance para um melhor EBITDA e FCF operacional no próximo ano

Para a Kroton (operações da Cognia no segmento de graduação), apesar da expectativa de retração da receita no próximo ano, a estratégia visa aumentar o EBITDA e o FCF operacional (já a partir do próximo ano). Para tanto, são três os principais pilares: (i) turnaround da Kroton Campus (despesas pontuais devem totalizar R\$ 200 milhões); (ii) expansão do segmento de Ensino à Distância (EAD); (iii) melhor experiência do aluno (por exemplo, NPS recentemente melhorou substancialmente no atendimento acadêmico e ao cliente).

Kroton Campus: o tão esperado plano de recuperação... nova estratégia deve ser validada

No plano de reestruturação da Kroton Campus, a empresa anunciou: (i) portfólio otimizado de cursos (com melhor mix: direito, engenharia e saúde deve representar 74% de sua base de alunos presenciais em 2025 vs. 68% em 2020) - na medicina, a Kroton passou a ter 415 vagas, mas está prevista a homologação de 180 novas vagas em breve para medicina, totalizando 595 vagas; e (ii) uma infraestrutura otimizada sem reduzir o número de cidades atendidas. De 176 campus, 16 campus foram fundidos e 29 foram migrados para operadores terceirizados (ou seja, 25% das unidades presenciais foram redesenhadas), enquanto os contratos de aluguel foram revisitados em 124 unidades, resultando em economia de 18% nas despesas aluguel e 20% em capex de manutenção; (iii) redução de custos / despesas com a utilização de 40% do conteúdo online nos cursos presenciais e trazendo mais eficiência nas

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	15/12/2020
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	5,4
Preço (R\$)	5,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

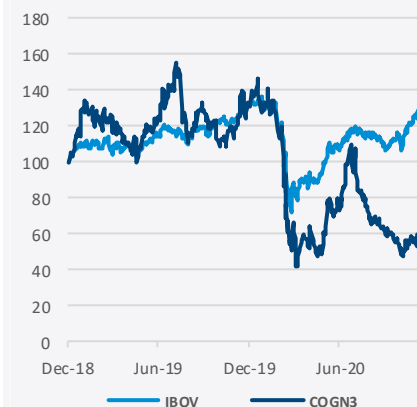
Market Cap. (R\$ mn)	9.363,53
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	353,81

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	24,4x
EV/EBITDA	103,9x	11,1x

Stock Performance:

Dezembro (%)	6,8%
LTM (%)	-58,9%



despesas de marketing; (iv) conversão adicional de EBITDA para FCF via um melhor mix de recebíveis (PEP - Parcelamento Estudantil Privado - deve contribuir positivamente para capital de giro no próximo ano), menor inadimplência (melhorando canais digitais e legais no sistema de faturamento) e uma nova política de provisionamento. Ficamos (positivamente) surpresos ao ver que a recuperação já estava totalmente implementada, mas também traz um grau de preocupação, pois os resultados do curto prazo ainda parecem pressionados, apesar desse plano (conforme refletido por resultados recorrentes fracos no 2S).

Crescimento da Kroton Digital: reformulando estratégia para retomar market share

O plano de crescimento da Kroton Digital passa por: (i) ampliar o portfólio de cursos por meio da ampliação do 'número de fornecedores' (em mais de 50% - vide figura 3); (ii) expandir e otimizar sua rede de centros de EAD; e (iii) otimizar o processo de admissão. Em (i), a estratégia inclui a ampliação do portfólio de cursos (orientação de 120 cursos em 2022 vs. atuais 79) e maior penetração de cursos premium. Na rede de Ensino à Distância, a empresa espera atingir 2,3 mil centros de ensino à distância até 2022 (revisando sua meta anterior de 1,8 mil hubs - veja a figura 4) dos 1,67 mil atuais. Na nova estratégia de admissão, a Cogna gradualmente usou mais análises para mapear o interesse dos alunos em reduzir o CAC e, ao mesmo tempo, melhorar as oportunidades. Como resultado de sua estratégia, a admissão de Ensino à Distância de 2020 da Cogna já aumentou 30%, e a empresa deu um guidance de maior crescimento na receita de Ensino à Distância no próximo ano, enquanto também espera ganhar participação de mercado (ao contrário das tendências anteriores).

Vasta (B2B em K12): ACV de 2021 esperado para expandir 21%

Por meio de sua plataforma Vasta (sua subsidiária em B2B em K12 – ensino fundamental), a Cogna também está muito bem posicionada na estratégia de *go-to-market* no segmento K12 (ensino fundamental). Dadas as mudanças decorrentes da Covid-19, a penetração da plataforma Plural se expandiu substancialmente (+ 25% dos alunos K12 privados no segmento privado estão usando a plataforma). Ele está exposto a um mercado endereçável total de R\$ 25 bilhões, mas há um adicional de R\$ 3 bilhões relacionado a serviços adicionais sendo plugados na plataforma. A empresa desenvolveu recentemente a Plural Store, selecionando empresas que prestam serviços adicionais aos alunos (como educação financeira, metodologias de projetos, mentoria em inglês e mentoria para aulas particulares). Para o próximo ciclo de vendas, a Vasta espera que o ACV (Valor de contrato anual) de 2021 expanda 21% (um pouco acima do crescimento orgânico do guidance dado pela Arco - o principal par de Vasta), mas este número pode ser revisado para cima (a Vasta deve publicar o guidance oficial em meados de janeiro).

Platos: tendências claras de crescimento em programas de pós-graduação

A Platos (braço da Cogna para oferecer programas de pós-graduação) também delineou sua estratégia. A Cogna acredita que o mercado de aprendizagem contínua deve se expandir para R\$ 14 bilhões/ano (contra os atuais R\$ 8 bilhões), enquanto a oferta digital deve ficar com 50% desse mercado. A Platos também fornece serviços de consultoria para faculdades terceirizadas para o desenvolvimento de serviços digitais, e a empresa assinou recentemente três novos contratos. Embora pequena hoje (a Platos representa cerca de 2% do faturamento da COGN), a oportunidade de crescimento nesta frente poderia ser considerável, já que 75% das faculdades brasileiras não estão qualificadas para oferecer cursos de ensino à distância.

Lançamento de uma 'plataforma de educação B2C'

A Cogna também anunciou o lançamento de uma nova plataforma de atendimento a jovens e adultos no segmento B2C, contando com diversos serviços (já prestados pela empresa) como Canal Conecta (plataforma de empregabilidade), cursos de aprendizagem permanente, cursos de idiomas e cursos digitais em o negócio de graduação. Novas empresas e serviços podem ser inseridos na plataforma, e o desenvolvimento dessa estratégia não está contemplado em perspectivas de longo prazo.

Um pouco frustrante para dizer o mínimo; nós permanecemos Neutros

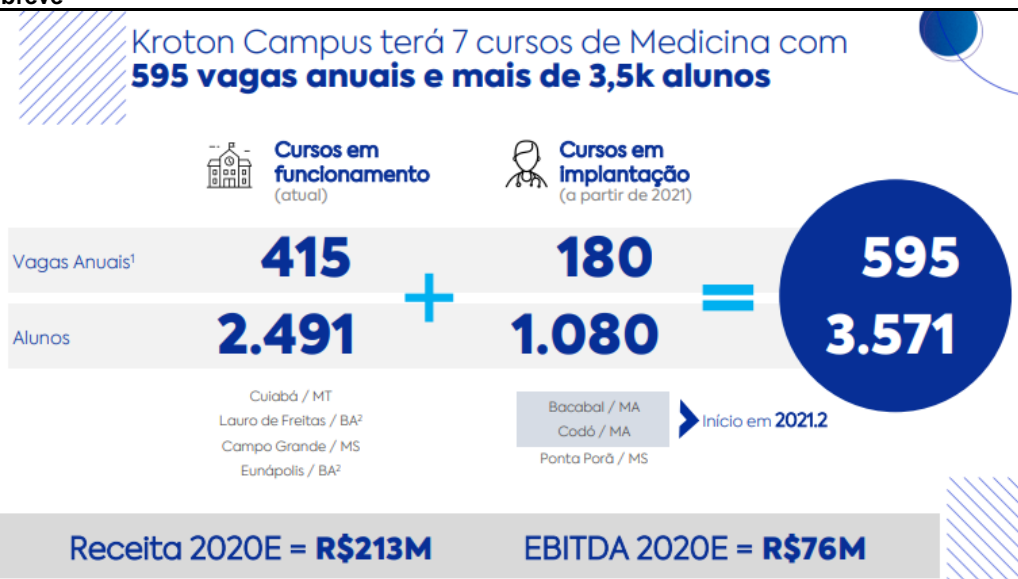
Apesar das melhores tendências de FCF e EBITDA nos guidances fornecidos pela empresa (CAGR +25% 2020-2024), acreditamos que o evento frustrou alguns investidores (conforme refletido pelo desempenho inferior de COGN3 de 5% no pregão de ontem – 14/12). Acreditamos que alguns deles esperavam ouvir sobre os planos de venda de ativos (o que poderia trazer um retorno patrimonial considerável), mas essa ideia definitivamente não foi expressa pela empresa. O cenário para o segmento de graduação ainda parece desafiador, dada a alavancagem operacional negativa da Kroton Campus, que aliada a uma alavancagem financeira ainda elevada (bem acima de seus pares principais), deve evitar qualquer FCFE positivo no curto prazo. Assim, permanecemos Neutros em Cogna.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,3	9,1	-5,9	2,9	4,9
EV/EBITDA	5,5	8,4	103,9	11,1	8,7
P/L	5,6	10,9	-44,9	24,4	22,7
Dividend Yield %	7,6	2,3	2,0	-0,2	0,3

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.061	7.029	5.695	5.456	5.916
EBITDA	2.483	2.423	169	1.564	1.812
Lucro Líquido	1.511	773	-215	396	425
LPA (R\$)	0,81	0,41	-0,11	0,21	0,23
DPA Líquido (R\$)	0,34	0,10	0,10	-0,01	0,01
Dívida Líquida/Caixa	-5.088	-11.994	-7.895	-7.677	-6.056

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\$ 5,01, em 14 de Dezembro de 2020.

Figura 1: A Cogna vê mais 180 assentos de medicina para serem potencialmente aprovados em breve



¹ Considera incrementos de 10% de vagas FIES e 10% de vagas PROUNI; ² Em maturação

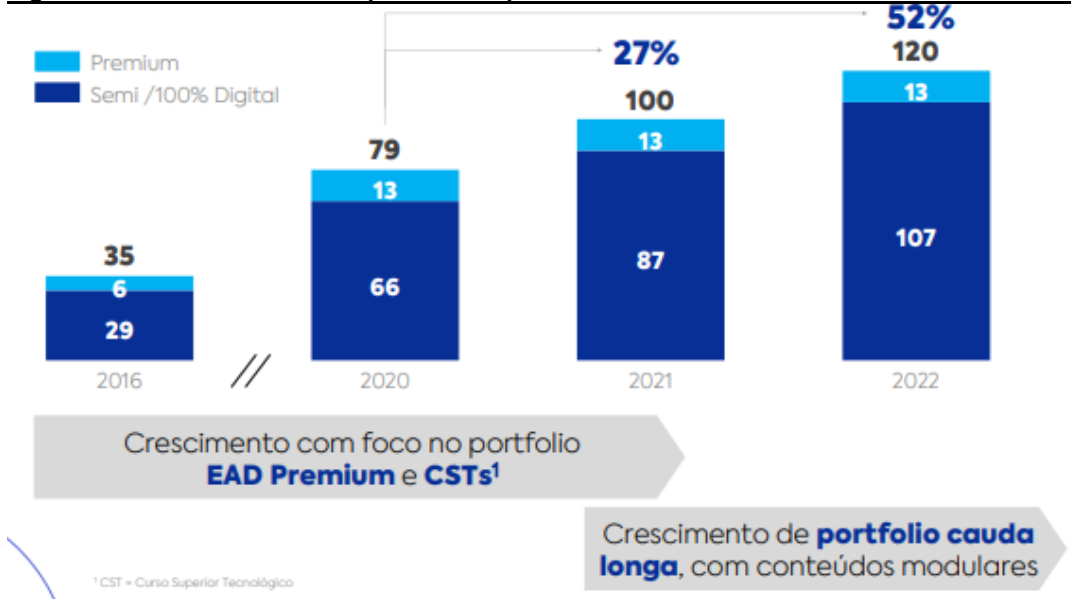
Fonte: Cogna

Figura 2: Otimização dos ativos imobiliários da Cognia



Fonte: Cognia

Figura 3: Número de cursos disponíveis no portfólio de EAD da Kroton



Fonte: Cognia

Figura 4: Cogna deve ter 2,3 mil centros de ensino à distância em 2022 (em comparação com 1,67 mil atuais)



Fonte: Cogna

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