

Cogna (COGN3): Potencial negócio entre Cognia e Eleva

Acordo entre Cognia e a Eleva Educação?

O jornal Valor Econômico informou que a Cognia e a Eleva Educação (#1 no mercado de escolas básicas privadas do Brasil) estão negociando alguns de seus ativos, envolvendo a venda da Cognia de suas escolas K12 (sua subsidiária Saber administra mais de 50 escolas de ensino básico) para a Eleva, que venderia seu sistema de aprendizagem para a Cognia (provavelmente via Vasta, sua operação B2B no segmento K12 - ensino fundamental). A Cognia publicou um fato relevante confirmando que está atualmente negociando uma potencial transação envolvendo a compra e venda de certos ativos educacionais com a Eleva Educação.

Muitos detalhes ainda a serem especificados

A notícia não forneceu especificações mais quantitativas, informando que vários detalhes ainda não foram definidos, como o valor dos contratos comerciais das escolas (pois as escolas vendidas continuariam a usar os mesmos sistemas de ensino), valuation dos negócios ou condições de pagamento. Desde que Cognia anunciou planos de IPO da Vasta (negócio de conteúdo no segmento K12), que aconteceu no ano passado, tem sido menos vocal sobre a oportunidade de consolidação no mercado de escolas privadas K12 (ensino fundamental) no Brasil. Algumas semanas atrás, no Investor Day, a empresa mal discutiu as operações da Saber. Conforme refletido pela fraqueza do preço das ações, acreditamos que esse evento frustrou os investidores, pois não conseguiu explicar como a empresa pode se desalavancar rapidamente (a falta de guidance para 2021 foi uma prova disso).

Tal acordo poderia desalavancar a Cognia, o que é positivo!

Apesar das melhores tendências de FCF, de acordo com as projeções recentes da Cognia (Fluxo de caixa operacional após capex de R\$ 1 bilhão em quatro anos, contra R\$ 230 milhões em 2020), a empresa ainda tem alta alavancagem financeira - dívida líquida em quase 3x o EBITDA ajustado dos últimos doze meses a partir do 4T. Mas tal acordo certamente poderia resolver esse problema. Com o EBITDA de 2021 da Saber de R\$ 180 milhões, se assumirmos que a empresa poderia ser vendida a 11x o EBITDA (semelhante ao múltiplo geral da COGN, uma abordagem conservadora), então o valuation poderia chegar a ~R\$ 2 bilhões. Além disso, como a Eleva tem cerca de 185 mil alunos em seu negócio de sistema de aprendizagem, um cálculo básico de R\$ 2 mil / aluno (semelhante ao que a Arco pagou pela Positivo em 2019) mostra que o valuation poderia chegar a cerca de R\$ 400 milhões. Portanto, o efeito líquido seria positivo em caixa para a Cognia - neste exemplo simplificado, cerca de R\$ 1,6 bilhão (18% do market cap da COGN) deveria ser suficiente para desalavancar a Cognia em mais de 1x de seu EBITDA proforma.

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 | 07/01/2021 |
| Ticker | COGN3 |
| Rating | Neutro |
| Preço Alvo (R\$) | 5,4 |
| Preço (R\$) | 4,5 |
| Listagem | Novo Mercado |

Dados Gerais:

| | |
|-------------------------|----------|
| Market Cap. (R\$ mn) | 8.447,73 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 357,83 |

Valuation:

| | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|
| P/L | 31,7x | 21,3x |
| EV/EBITDA | 11,9x | 8,3x |

Stock Performance:

| | |
|-------------|--------|
| Janeiro (%) | -2,4% |
| LTM (%) | -62,3% |



Ainda Neutros; Mas uma desalavancagem mais rápida pode animar alguns investidores

Temos um rating Neutro em Cogna. O cenário para o segmento de graduação continua 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 um FCFE positivo no curto prazo. Mas se os planos de venda de ativos de fato derem certo, uma desalavancagem financeira mais rápida pode representar uma potencial valorização.

| Valuation | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) % | 20,3 | 9,1 | -6,7 | 1,7 | 4,7 |
| EV/EBITDA | 5,0 | 8,0 | 509,5 | 11,9 | 8,3 |
| P/L | 4,9 | 9,6 | -25,6 | 31,7 | 21,3 |
| Dividend Yield % | 8,6 | 2,6 | 2,2 | -0,8 | -0,3 |

| Resumo Financeiro (US\$ milhões) | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|----------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Receita | 6.061 | 7.029 | 5.678 | 5.437 | 5.896 |
| EBITDA | 2.483 | 2.423 | 32 | 1.375 | 1.780 |
| Lucro Líquido | 1.511 | 773 | -331 | 268 | 399 |
| LPA (R\$) | 0,81 | 0,41 | -0,18 | 0,14 | 0,21 |
| DPA líquido (R\$) | 0,34 | 0,10 | 0,10 | -0,04 | -0,01 |
| Dívida Líquida/Caixa | -5.088 | -11.994 | -7.928 | -7.863 | -6.222 |

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\$ 4,52, em 06 de Janeiro 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 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 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