

Cogna (COGN3): Cogna e Eleva Educação assinam acordo

Em linha com rumores recentes, a Cogna e a Eleva Educação (finalmente) assinam acordo

A Cogna anunciou oficialmente a assinatura de uma transação de troca de ativos com a Eleva Educação (o principal player do Brasil no mercado de escolas K12 privadas), envolvendo a venda de todas as escolas K12 (ensino básico) da Cogna (sua subsidiária Saber administra 51 escolas básicas) para a Eleva. No acordo, a Eleva também venderá seu sistema de aprendizagem para a Vasta (operação B2B da Cogna no segmento K12, onde detém 75% do capital). À medida que Cogna consolida o balanço de Vasta, assumindo os valuations acordados para ambos os ativos (veja mais abaixo), a transação deve resultar em uma pequena desalavancagem financeira para Cogna de apenas 0,4x o EBITDA ajustado dos últimos 12 meses (enquanto a dívida líquida foi de ~ 3x o EBITDA ajustado últimos 12 meses no 4T).

Segmento de sistema de aprendizagem da Eleva avaliado em R\$ 580 milhões, ou 16,6x EBITDA 2020

Conforme o acordo, a Vasta pagará um preço de compra de R\$ 580 milhões pelo sistema de ensino da Eleva (que atualmente tem ~ 177 mil alunos), em parcelas em um período de 5 anos (ajustado pelo CDI de empréstimo interbancário), equivalente a 16,6x EBITDA para 2020. O valuation parece atraente vis-à-vis os múltiplos de negociação da Vasta (29x EBITDA 2020; 22x EBITDA 2021) e da Arco (39x EBITDA 2020; 26x EBITDA 2021).

Mas em termos de desalavancagem, o valuation dos ativos da Saber foi um pouco decepcionante

De acordo com o fato relevante, a Eleva pagará um EV de R\$ 964 milhões pelas 51 escolas do Saber (e ~ 31 mil alunos), implicando em ~ R\$ 31 mil/aluno ou 16,3x EV/EBITDA (ex-IFRS16). Com exceção da Red Balloon (não incluída na transação), a Cogna se desfará completamente do negócio da escola K12, abandonando uma oportunidade de consolidação em uma transação que falhou em ajudar a desalavancagem da empresa. Do valor de aquisição, R\$ 625 milhões serão pagos em 5 parcelas anuais, corrigidas pela taxa do CDI, enquanto o restante será pago em debêntures conversíveis que serão emitidas pela Eleva no fechamento da transação - se a Eleva fizer IPO, essas debêntures serão convertidas em novas ações emitidas. Por fim, como já era esperado pelo mercado, o negócio não dará à Cogna o direito de voto por um prazo especificado, a fim de evitar conflitos de governança.

Detalhes sobre o contrato comercial adicional

A Cogna e a Eleva também aproveitaram a oportunidade para assinar um interessante acordo comercial. Ambas as empresas concordaram com um prazo

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	23/02/2021
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	5,4
Preço (R\$)	4,0
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	7.401,11
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	361,73

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	32,4x	21,8x
EV/EBITDA	12,0x	8,3x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	-12,4%
LTM (%)	-64,2%



de 10 anos que determina: (i) o fornecimento dos sistemas de ensino da Vasta para a Eleva, incluindo (mas não se limitando a) um desconto comercial de R\$ 15 milhões por ano, aplicável aos primeiros 4 anos de validade do acordo; e (ii) a criação de uma parceria comercial entre Saber, Vasta e Eleva para o desenvolvimento de novas ferramentas de aprendizagem e a expansão do uso de soluções LS da Vasta pelas escolas Eleva no Brasil. O acordo visa ~90% dos alunos das escolas da Eleva, bem como 100% dos alunos das escolas Saber e o greenfield da Eleva ou escolas recém-adquiridas com o mesmo perfil de negócio, durante a validade do acordo comercial.

Ainda com rating Neutro; Não sendo a rápida desalavancagem projetada pela maioria dos investidores otimistas

Temos um rating Neutro na Cognia, principalmente porque o cenário para o segmento de graduação continua desafiador, dada a alavancagem operacional negativa dos Campus da Kroton, enquanto a alta alavancagem financeira deve continuar a impedir um FCFE positivo no curto prazo. A maioria dos investidores otimistas esperava que esta transação abordasse a alta alavancagem da Cognia, mas realmente não o fez, com a alavancagem ainda dependente de uma recuperação em seu negócio principal.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,3	9,1	-6,7	1,5	4,5
EV/EBITDA	4,9	7,9	543,3	12,0	8,3
P/L	4,8	9,3	-24,6	32,4	21,8
Dividend Yield %	8,9	2,7	2,3	-0,8	-0,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.061	7.029	5.788	5.497	5.943
EBITDA	2.483	2.423	30	1.347	1.744
Lucro Líquido	1.511	773	-333	253	377
LPA (R\$)	0,81	0,41	-0,18	0,13	0,20
DPA líquido (R\$)	0,34	0,10	0,10	-0,04	-0,02
Dívida Líquida/Caixa	-5.088	-11.994	-8.105	-7.921	-6.270

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\$ 4,18, em 19 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Exercício de valuation da Saber (R\$ milhões)

Exercício Valuation da Saber	
Saber	
EBITDA IFRS16 (2020, R\$ milhões)	170,0
(-) Red Balloon (20%)	(34,0)
EBITDA IFRS16 ex-Red Balloon (R\$ milhões)	136,0
Despesas de aluguel (11% da Receita)	(76,8)
EBITDA ex-IFRS16 ex-Red Balloon (R\$ milhões)	59,2
Assumindo EV/EBITDA (ex-IFRS16)	16,3x
EV estimado (R\$ milhões)	964,8

Fonte: Cognia e BTG Pactual

Tabela 2: Exercício de valuation da LS Eleva (R\$ milhões)

Exercício Valuation LS Eleva	
Eleva	
Estudantes (000s)	180,0
Receita/Estudante (R\$)	700,0
Receita Líquida (R\$ milhões)	126,0
EBITDA - (margem em 28%, R\$ milhões)	34,9
Assumindo EV/EBITDA (25% de descontos para Vasta)	16,6x
EV estimado	580,0

Fonte: Cognia 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 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 o 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