

Cogna (COGN3): Resultado do 4T20

O EBITDA ajustado (excluindo impairment de R\$ 3,3 bilhões) foi -R\$ 100 milhões no 4T

A Cognia reportou um resultado muito fraco, impactado por muitos efeitos negativos, como PDDs altos, taxas de desistência mais altas, alavancagem operacional negativa no segmento presencial, e redução do FIES. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 1,64 bilhão (7% acima de nossa projeção; -15% a/a, prejudicada, principalmente, pela queda de 38% nos negócios de graduação presencial). O EBITDA contábil (IFRS 16) foi de -R\$ 3,77 bilhões (vs. ano anterior de +R\$ 535 milhões), afetado, principalmente, por alguns impairments não-caixa (R\$ 3,3 bilhões). Excluindo-se tal evento não recorrente, R\$ 318 milhões em custos de reestruturação, R\$ 92 milhões em despesas de M&A, junto com outros ajustes menores, o EBITDA recorrente (considerando todos os ajustes sugeridos pela empresa) ainda seria -R\$ 100 milhões (vs. nossa estimativa de R\$ 221 milhões). PDDs (não considerados nos ajustes mencionados acima) expandiram mais de 100% a/a para R\$ 702 milhões (enquanto R\$ 415 milhões foram considerados 'extraordinários'), e este foi o principal culpado pelo EBITDA abaixo do esperado. O prejuízo líquido contábil totalizou R\$ 4 bilhões (vs. prejuízo líquido de R\$ 168 milhões do 4T19), impactado pelo impairment mencionado acima (principalmente relacionado a ajustes contábeis na Kroton e na Saber). O balanço patrimonial da empresa se deteriorou novamente no 4T.

Graduação (Kroton): EBITDA (ex-itens não-recorrentes) totalizou -R\$ 295 milhões

Os resultados da Kroton foram marcados por uma grande contração da base de alunos (presencial). A receita líquida das operações presenciais (40% da receita geral do 4T e 70% do segmento de ensino superior) despencou 22% a/a para R\$ 654 milhões, apesar do ticket médio melhor (+ 9% a/a consolidado ou + 15% de alunos pagantes), prejudicado pela eliminação do FIES (esperado) e uma base geral de alunos muito mais fraca (-33% a/a). Este último também foi impulsionado por níveis mais altos de evasão (alta de 30 bps para 6,3% de base renovável). Além disso, a receita de Ensino à Distância (17% da receita geral do 4T e 30% do segmento de ensino superior) cresceu 16,5% a/a, com expansão de 12% na base de alunos, mas mais do que compensada por grande pressão no ticket médio (-2%). Impulsionado por PDDs elevados (R\$ 674 milhões, alta de 100% a/a) e alavancagem operacional negativa no negócio presencial (número de alunos por campus em 1,3 mil, queda de 33% a/a e 6% t/t), o EBITDA (ex- itens não-recorrentes) da Kroton totalizou um valor muito fraco de -R\$ 295 milhões.

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	31/03/2021
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	4,0
Preço (R\$)	3,9
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

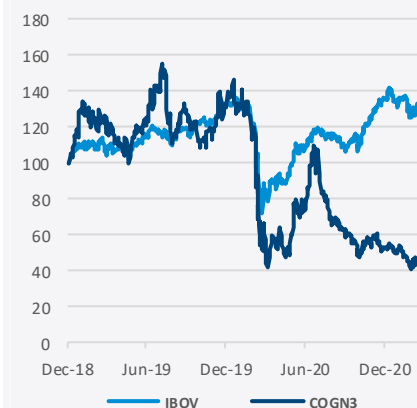
Market Cap. (RS mn)	7.214,22
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	36126

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	28,6x	19,2x
EV/EBITDA	11,3x	7,8x

Stock Performance:

Março (%)	3,2%
LTM (%)	-23,7%



Um 4T consistente para a Vasta; Atualização no ACV esperado para 2021

O 4T costuma ser um trimestre importante para os sistemas de aprendizagem, pois marca o início de um novo ciclo de ACV (valor de contrato anual), ao lado da concentração da entrega de conteúdo (que acontece entre o 4T e o 1T do ano seguinte). A Vasta registrou receita líquida de R\$ 343,5 milhões (alta de 14% a/a), impulsionada por um aumento de 30% a/a nas receitas de soluções principais e por um aumento de 240% nas receitas suplementares, mas negativamente afetada por outras receitas (especialmente das vendas de livros didáticos), com queda de 38% a/a. Além disso, o seu EBITDA ajustado foi de R\$ 135 milhões (alta de 63%, 20% acima de nossa projeção). Mais importante, a empresa atualizou seu ACV 2021 (ciclo de venda de valor de contrato anual para R\$ 853 milhões), acima dos R\$ 835 milhões divulgados no trimestre passado (+ 23% a/a). Ainda, as operações do Saber decepcionaram, com a receita líquida (9,5% da receita geral) caindo 10%, prejudicada pela Covid-19 (com mais desistências e descontos relacionados ao surto da Covid-19), enquanto seu EBITDA ajustado caiu para R\$ 7,5 milhões (de R\$ 30 milhões há um ano), com pior alavancagem operacional.

FCF operacional fraco; Possível renegociação de covenants a caminho

Refletindo um conjunto de resultados pouco animador, o FCF após capex ficou em R\$ 58 milhões (queda de 81% a/a), ligeiramente ajudado por menor consumo de capital de giro (efeito positivo da eliminação do FIES) + capex mais baixo (-34% a/a), mas afetada pelo menor reconhecimento da receita do PNLD (Programa Nacional do Livro Didático) e resultados operacionais mais fracos. Ainda, a Cogna registrou uma contração de dívida líquida de 8% t/t para R\$ 2,9 bilhões (excluindo leasing), ajudada por ~R\$ 300 milhões de pré-pagamento de recebíveis relacionados à venda da Uniasselvi. Mesmo quando ajustado pelos itens não-recorrentes, a dívida líquida/EBITDA ajustado (últimos 12 meses) ficou acima de 3x. Se a empresa mantiver esse nível por mais um trimestre (o que é provável), ela deve violar os covenants. Com isso, a empresa sinaliza que deve iniciar negociações com os credores para renegociar alguns critérios relacionados aos covenants.

Ainda Neutros enquanto esperamos por iniciativas de reestruturação adicionais

Permanecemos Neutros em Cogna. Após o recente processo de reestruturação anunciado pela empresa, os resultados do quarto trimestre mostram que ajustes adicionais podem ser necessários. Estamos aproveitando a oportunidade para definir um novo preço-alvo para o ano de 2021 de R\$ 4/ação (de R\$ 5,4/ação anteriormente, reflexo da incorporação dos trimestres fracos recentes ao nosso modelo oficial). Lembramos que o recente IPO da Vasta (que tem um market cap. de R\$ 4,79 bilhões, 75% detida pela Cogna) oferece um piso de valuation para a Cogna (agora com market cap. de R\$ 7,4 bilhões).

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	4,6	7,6	511,4	11,3	7,8
P/L	4,2	8,2	-21,7	28,6	19,2
Dividend Yield %	10,1	3,1	2,6	-0,9	-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	-7.291	-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\$ 3,86, em 30 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo do resultado do 4T20 – Cognia

P&L, R\$ milhões, IFRS 16	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A x E	a/a	t/t
Receita Líquida	1.643,0	1.532,1	1.929,7	1.256,1	7,2%	-14,9%	30,8%
CPV (ex - Deprec. & Amortiz.)	(497,4)	(506,0)	(688,9)	(413,5)	-1,7%	-27,8%	20,3%
Lucro Bruto (ex- Deprec. E Amort.)	1.145,6	1.026,1	1.240,8	842,7	11,7%	-7,7%	36,0%
<i>Margem Bruta</i>	69,7%	67,0%	64,3%	67,1%	2,8 p,p	5,4 p,p	2,6 p,p
Despesas com Vendas, Gerais & Adm.(ex - Deprec. e Amort.)	(1.221,4)	(746,3)	(677,9)	(579,9)	63,7%	80,2%	110,6%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-74,3%	-48,7%	-35,1%	-46,2%	-25,6 p,p	-39,2 p,p	-28,2 p,p
Juros sobre Mensalidades	37,7	25,8	40,0	31,0	46,1%	-5,9%	21,3%
Equivalência Patrimonial	1,9	0,0	(0,1)	2,9	-	-1483,8%	-34,6%
Despesas Corporativas	(64,3)	(84,8)	(98,8)	(67,4)	-24,2%	-35,0%	-4,7%
Itens não-recorrentes	(3.735,6)	(40,0)	(125,7)	(899,1)	9239,1%	2871,7%	315,5%
Reversões de Contingências	69,0	94,0	156,6	59,8	-26,6%	-55,9%	15,5%
EBITDA contábil	(3.767,1)	274,7	535,0	(610,0)	-1471,2%	-804,2%	517,5%
<i>Margem EBITDA</i>	-229,3%	17,9%	27,7%	-48,6%	-247,2 p,p	-257,0 p,p	-180,7 p,p
Impairment	3.295,0						
EBITDA ajustado (BTG) - ex- impairment + reversões	(541,1)	180,8	378,3	(669,8)	-399,4%	-243,0%	-19,2%
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	-32,9%	11,8%	19,6%	-53,3%	-44,7 p,p	-52,5 p,p	20,4 p,p
Outros itens não-recorrentes	440,6	40,0	125,7	899,1	n.m	250,5%	-51,0%
EBITDA ajustado (Cognia)	(100,5)	220,8	504,1	229,3	-145,5%	-119,9%	-143,8%
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	-6,1%	14,4%	26,1%	18,3%	-20,5 p,p	-32,2 p,p	-24,4 p,p
Depreciação	(288,4)	(286,9)	(231,7)	(285,3)	0,5%	24,5%	1,1%
EBIT	(4.055,5)	(12,1)	303,3	(895,3)	33365,6%	-1437,1%	353,0%
Resultados Financeiros	(203,7)	(158,3)	(372,0)	(178,9)	28,7%	-45,2%	13,9%
EBT	(4.259,3)	(170,5)	(68,7)	(1.074,3)	2398,7%	6099,3%	296,5%
Imposto de Renda	242,0	29,2	(99,4)	(224,5)	727,7%	-343,5%	-207,8%
Participação de Minoritários	(2,7)	0,0	(0,2)	6,8	-	-	-
Luco Líquido	(4.020,0)	(141,2)	(168,3)	(1.292,0)	2746,7%	2288,3%	211,1%
<i>Margem Líquida</i>	-244,7%	-9,2%	-8,7%	-102,9%	-235,4 p,p	-235,9 p,p	-141,8 p,p
Amortização do Ágio	82,2	63,9	67,7	82,2	n.m	21,5%	-0,0%
Impairment	3.295,0	0,0	0,0	831,2	n.m	n.m	296,4%
Escrow	53,5	0,0	17,8	215,6	-	-	-
Baixa de imposto de renda diferido	0,0	0,0	134,5	0,0	-	-	-
Lucro Líquido ajustado	(589,2)	(77,3)	51,6	(163,0)	662,3%	-1241,5%	261,5%
<i>Margem Líquida ajustada</i>	-35,9%	-5,0%	2,7%	-13,0%	-30,8 p,p	-38,5 p,p	-22,9 p,p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Resumo do resultado do 4T20 – Cognia

Composição da receita, R\$ milhões	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
Consolidado Cognia	1.643,0	1.532,1	1.929,7	1.256,1	7,2%	-14,9%	30,8%
Kroton	939,4	835,8	1.087,2	762,2	12,4%	-13,6%	23,3%
Presencial	653,8	586,8	837,3	523,7	11,4%	-21,9%	24,8%
Ensino à distância	278,7	249,0	239,0	230,0	11,9%	16,6%	21,1%
Platos	24,1	24,6	21,8	23,4	-2,2%	10,4%	2,9%
Saber	157,1	159,2	174,5	154,1	-1,3%	-10,0%	1,9%
Vasta	343,5	359,0	302,2	141,4	-4,3%	13,7%	142,9%
Outros	203,0	155,1	345,9	180,3	30,9%	-41,3%	12,5%
Eliminações	(24,0)	(1,6)	(2,0)	(5,3)	-	-	-

Fonte: Empresa 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, conseqüentemente, 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