

Cruzeiro do Sul (CSED3): Iniciando a cobertura com rating de Compra; Top Pick

Nossa nova Top Pick: combinação potente do que mais gostamos no ensino superior!

Após seu recente IPO, iniciamos a cobertura com uma classificação de Compra na Cruzeiro do Sul (CSED), um dos maiores players privados de graduação no Brasil, e escolhemos a empresa como nossa Top Pick. Nossa visão positiva é baseada por uma combinação robusta e poderosa de uma operação presencial resiliente (lucrativa) de alta qualidade e um segmento de ensino à distância de alto crescimento, impulsionando um forte crescimento (CAGR de EBITDA 2020-2025 de 15%) e um valuation atraente (10,6x EV/EBITDA ajustado de 2021; 13x P/L ajustado de 2021; 0,9x PEG de 3 anos). Oferecendo 53% de potencial de valorização, nosso preço-alvo para o fim de 2021 é de R\$ 18/ação. Em nossa opinião, a CSED também é um veículo para participar da redução das medidas de distanciamento social, uma vez que a vacinação se acelera no Brasil.

Tomada de decisão consistente + alta qualidade no presencial + posicionada para aproveitar o ensino à distância

Saudamos o impressionante histórico da CSED (CAGR de EBITDA de 2014-2019 de 25%), derivado de décadas de tomada de decisão consistente e priorizando qualidade e tradição. Em um setor de educação em movimento, a CSED se destaca como uma das referências no segmento presencial privado de alta qualidade - com exposição historicamente baixa a programas de financiamento (por exemplo, FIES) - e está bem posicionada para capturar oportunidades no segmento de EAD, especialmente considerando a mudança em curso do segmento de baixa qualidade de presencial para o EAD.

Histórico único de fusões e aquisições! Deixamos o crescimento inorgânico como potencial positivo

Aproveitando uma janela favorável de fusões e aquisições, a CSED está bem posicionada para continuar seu plano inorgânico robusto no segmento de alta qualidade no presencial, especialmente com sua sólida liquidez de caixa (R\$ 1,2 bilhão). Em um setor passando por tempos difíceis, com muitos pequenos players tradicionais lutando para sobreviver, a CSED surge como um consolidador, respaldado por um histórico inorgânico único (com onze ativos adquiridos nos últimos dez anos), conseguindo manter legados (qualidade) enquanto aproveita a oportunidade para aumentar a eficiência e capacitar as perspectivas de receita. Deixamos o crescimento inorgânico como potencial positivo e fornecemos um exercício de sensibilidade que mostra como as fusões e aquisições podem ser cumulativas para o nosso cenário base.

BTG Pactual – Equity Research:

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Cruzeiro Edu (CSED3)

Data	26/03/2021
Ticker	CSED3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	11,5
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

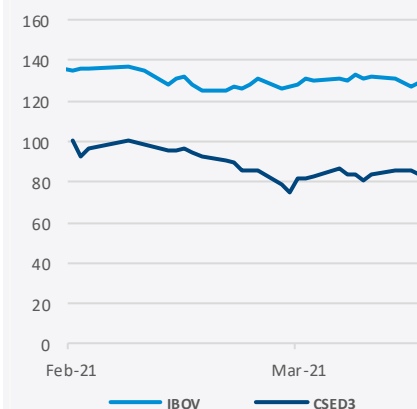
Market Cap. (RS mn)	4.390,96
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	12,70

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	13,1x	12,3x
EV/EBITDA	10,6x	9,5x

Stock Performance:

Março (%) -11,5%



Principais riscos: execução + novo modelo acadêmico + cenário macro

Além dos riscos de execução na entrega do plano de expansão, os principais riscos são impactos negativos da implementação do novo modelo acadêmico no presencial, cenário competitivo difícil e cenário macro (Covid-19 pode piorar).

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	28,1	19,7	13,9	15,3	16,8
EV/EBITDA	13,8	11,5	11,2	10,6	9,5
P/L	25,8	25,2	23,7	13,1	12,3
Dividend Yield %	0,9	1,1	1,2	1,7	3,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	1.403	1.907	1.831	1.883	2.001
EBITDA	394	511	530	654	699
Lucro Líquido	174	178	189	343	634
LPA (R\$)	0,45	0,47	0,50	0,90	0,95
DPA líquido (R\$)	2,48	3,67	3,82	3,24	2,80
Dívida Líquida/Caixa	947	1.402	1.457	1.239	1.070

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\$ 11,72, em 25 de Março de 2021.

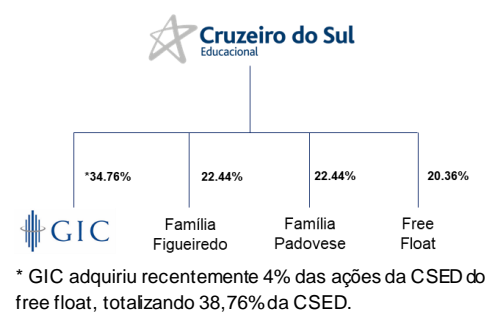
Tese de investimento

Iniciamos a cobertura na Cruzeiro do Sul (CSED3), player brasileiro no segmento de graduação, com uma classificação de Compra (nova Top Pick em Educação) e preço-alvo para o final de 2021 de R\$ 18/ação, oferecendo 53% de potencial de valorização. Com um free float de ~16%, a empresa é controlada pela GIC (38,8% de participação acionária), juntamente com duas famílias fundadoras (Figueiredo e Padovese).

Em meio a grandes mudanças no segmento de graduação, a CSED está posicionada para surfar as duas tendências mais promissoras e resilientes da indústria: segmento presencial de alta qualidade + EAD de rápido crescimento. Depois de uma performance inferior de 15% após o IPO, a Cruzeiro negocia com um valuation atraente, ligeiramente abaixo de seus pares (10,6x EV/EBITDA ajustado 2021, 13x P/L ajustado 2021).

Nosso modelo assume um CAGR na base de alunos de 9% de 2021-25 no presencial e 10% no EAD, que juntamente com ganhos de eficiência (principalmente da incorporação de 40% do conteúdo online em cursos presenciais), maturação de ativos adquiridos recentemente e mais diluição de despesas gerais e administrativas, deve levar o CAGR médio de EBITDA a 15% no período.

Acima de tudo, a tese de investimento combina vários pontos positivos: (i) fortes perspectivas de crescimento devido ao segmento presencial resiliente e de alta qualidade + perspectivas sólidas para o mercado de EAD + opção para capturar mais participação de mercado; (ii) histórico robusto (base de alunos dobrou nos



últimos quatro anos), refletindo seu modelo acadêmico de alta qualidade e consistente tomada de decisão estratégica; e (iii) grande potencial de geração de valor em futuras aquisições (recentemente levantou ~ R\$ 1 bilhão para fusões e aquisições para expandir sua operação presencial - algo que deixamos totalmente como um potencial).

Esses pontos (discutidos em mais detalhes abaixo) resumem nossa tese de investimento:

- 1- **Combinação única de liderança regional e marcas tradicionais fortes;**
- 2- **Excelente qualidade acadêmica garante uma resiliência a Cruzeiro do Sul;**
- 3- **História de crescimento interessante e um histórico financeiro sólido;**
- 4- **Bem posicionada para capturar oportunidades no segmento EAD;**
- 5- **Histórico impressionante de M&A e um pipeline intenso.**

Tabela 1: Comparativo de Valuation do setor de Educação

Empresas	Preço	Mkt. Cap	P/L ajust.		EV/EBITDA		FCF Yield ajust.		Div. Yield		P/BV		Índice PEG 21-24	LPA CAGR 21-24
	R\$	R\$ mn	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E		
Cruzeiro do Sul	11,7	4.475	13,1x	12,3x	10,6x	9,5x	6,0%	6,8%	1,7%	3,1%	2,7x	2,4x	0,9x	14%
Cogna	4,0	7.024	30,8x	20,7x	11,7x	8,1x	1,5%	20,8%	-0,8%	-0,4%	0,4x	0,4x	0,7x	45%
Yduqs	27,7	8.571	15,2x	14,1x	7,6x	6,6x	4,6%	8,2%	3,3%	3,5%	2,4x	2,2x	1,2x	13%
SER	11,8	1.515	16,2x	14,0x	6,3x	5,8x	-8,0%	11,5%	1,5%	2,1%	1,1x	1,0x	0,9x	18%
Ânima	9,3	1.001	15,3x	10,9x	8,2x	6,6x	-129,5%	10,4%	1,3%	2,2%	1,2x	1,1x	0,6x	28%
Média - Setor de Educação			21,9x	16,7x	11,7x	9,0x	-17,6%	9,1%	1,4%	2,1%	2,0x	1,9x	0,9x	26%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

1- Combinação única de liderança regional e marcas tradicionais fortes;

Um dos aspectos mais importantes da estratégia vencedora da Cruzeiro do Sul no presencial e no EaD é a combinação única de liderança regional e marcas tradicionais fortes. O cenário competitivo no ensino superior ocorre em escala local (não nacional), tornando a infraestrutura e o tamanho local vantagens competitivas importantes, especialmente no presencial, enquanto o reconhecimento da marca regional também é uma arma potente para impulsionar o crescimento do EaD.

Com essa estratégia, a CSED selecionou a dedo instituições de primeira linha ao longo de sua expansão inorgânica, adquirindo carros-chefes regionais, com marcas tradicionais, amparados por excelentes resultados acadêmicos. Possui +10 marcas tradicionais em seu portfólio (todos os players #1 e #2 em participação de mercado regional) em cada mercado - veja a figura 1.

Figura 2: Marcas tradicionais em áreas estratégicas com liderança regional



Fonte: Prospecto Definitivo Cruzeiro do Sul

Além de impulsionar o potencial de crescimento orgânico no presencial e no EaD, as empresas com maior participação de mercado por município (caso da Cruzeiro do Sul) estão mais protegidas da pressão de preços. Enquanto isso, os resultados acadêmicos exclusivos da CSED garantem uma base de alunos resiliente no presencial com uma vantagem de preço melhor (mais qualidade acadêmica + base de alunos de alta qualidade = melhor preço + mais resiliência).

2- Excelente qualidade acadêmica garante resiliência da Cruzeiro do Sul;

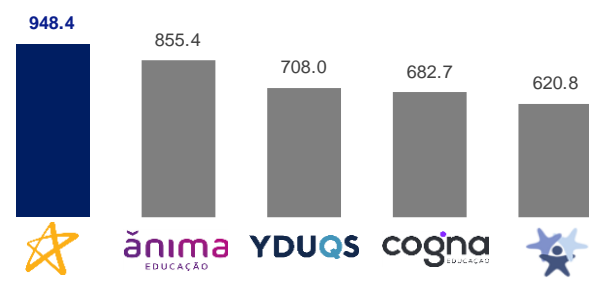
A qualidade acadêmica é outro componente fundamental da CSED. Por meio de sua destacada qualidade acadêmica, a CSED preserva a percepção da tradição e qualidade de cada instituição como uma marca, explorando seu posicionamento de alta qualidade no presencial. Também permite explorar todo o seu potencial de crescimento em EaD.

Um foco de alta qualidade no segmento presencial traz muitas oportunidades e torna a CSED menos dependente do cenário adverso do ensino superior. É muito mais resiliente em termos de base de alunos, refletindo: (i) alunos com menor risco de inadimplência e uma carteira de pagamentos mais forte; (ii) alto engajamento acadêmico, reduzindo evasões; e (iii) melhor atração/retenção de talentos, garantindo uma base de alunos posicionada para manter os níveis de qualidade das instituições. Também justifica a precificação “premium”, posicionada acima de outros pares no nicho de baixa qualidade, enquanto os preços da CSED são menos voláteis do que os cursos de baixa qualidade - 63% dos alunos estão em cursos premium (direito, engenharia e no setor de saúde).

Tabela 1: Base de alunos no presencial para empresas listadas (000s)

Base de alunos presencial (000s)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kroton	422,8	437,6	412,2	375,4	358,1	321,4
YDUQS	290,2	318,5	329,4	314,2	285,5	280,9
SER Educacional	109,5	134,4	140,6	140,4	133,1	152,1
Cruzeiro do Sul	58,0	81,0	89,0	94,0	120,0	117,0
Ânima	71,0	72,7	80,5	83,0	91,2	102,7

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Ticket médio no presencial (R\$/aluno/mês) para empresas listadas - 2019


Fonte: Empresa e BTG Pactual

*Racional: Receita Líquida consolidada no presencial / média de alunos no presencial

O EaD ainda é muito menos dependente da percepção da qualidade, mas todo o potencial de crescimento do EaD está diretamente relacionado ao IGC (Índice Geral de Cursos) das instituições, o principal indicador de qualidade de um ensino superior (conforme monitorado pelo Ministério da Educação do Brasil). De acordo com a regra mais recente, as instituições com uma média de IGC grau 3 pode abrir até 50 hubs por ano. Para grau 4, até 150 hubs por ano. E, finalmente, para grau 5, até 250 hubs por ano. Considerando todas as instituições da CSED, a empresa tem potencial para abrir até 1,4 mil hubs/ano, mantendo seu crescimento impressionante em EaD, e atingiu a marca impressionante de +1 mil hubs EaD abertos desde as mudanças regulatórias de 2016 - uma das as taxas de crescimento mais fortes do mercado.

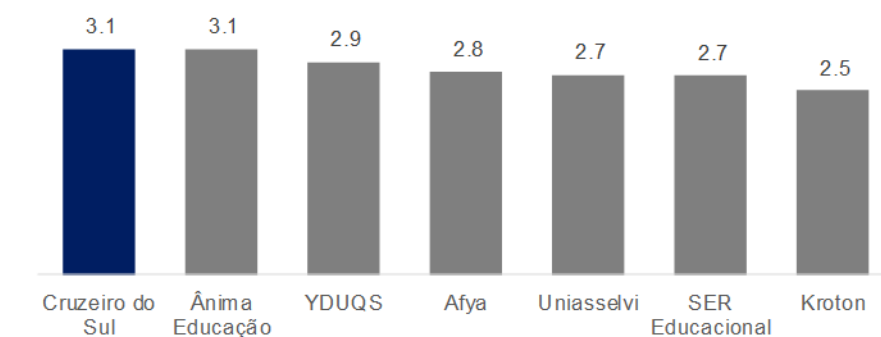
Como medir a qualidade no ensino superior?

O IGC (Índice Geral de Cursos) é o principal indicador de qualidade das instituições de ensino superior, medindo a nota de cada instituição (as empresas de ensino superior são empresas guarda-chuva com várias instituições locais, cada uma com seus próprios IGCs) e formado por: (i) média ponderada de cada curso CPC (ciclo de avaliação trienal com base no exame ENADE, infraestrutura do campus, qualidade da estrutura docente); (ii) conceito médio de avaliação dos programas de doutorado (stricto sensu); e (iii) composição dos cursos (graduação, mestrado e doutorado). Depois de medir o desempenho de todos os alunos, as notas são normalizadas em intervalos de 1 a 5 (1 é a mais baixa e 5 é para as instituições de melhor desempenho).

O ENADE (Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes) é apenas um dos indicadores do índice IGC, mas também é uma boa forma de entender a qualidade do ensino superior. Dada a complexidade do processamento do exame em âmbito nacional, o INEP (Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais) separa os examinadores em três ramos (um ramo por ano). Portanto, é necessário um ciclo de 3 anos para avaliar todo o universo de cursos no país (e é por isso que também avaliamos os resultados do ciclo 2017-19). Depois de medir o desempenho de todos os alunos, as notas são normalizadas em intervalos de 1 a 5 (semelhante ao IGC).

CSED vs. pares

A CSED tem uma das classificações de mais alta qualidade entre os nomes listados. De acordo com os últimos dados do IGC disponíveis (para 2018), 93% das instituições CSED estão no "grau 3+" (0% no intervalo 1, 7% no intervalo 2, 43% no intervalo 3, 50% no intervalo 4 e 0% no intervalo 5). Comparado com as empresas listadas, a CSED é a nº 2 em termos de qualidade medida pelo IGC, logo atrás da Ânima, mas bem acima de outros pares (YDUQS, Cognia, SER Educacional). Olhando para a média ponderada contínua do IGC por empresa listada, a CSED é a empresa mais bem posicionada (junto com a Ânima).

Gráfico 3: Média ponderada contínua IGC por empresa listada


Fonte: Cruzeiro do Sul e BTG Pactual

Olhando para o ciclo do ENADE de 2017-19, 72% dos alunos estão em cursos de “grau 3+” (2% no intervalo 1, 27% no intervalo 2, 62% no intervalo 3, 9% no intervalo 4 e 1% no intervalo 5). Contra as empresas listadas, a CSED é o nº 2 em termos de qualidade medida pelo ENADE, atrás apenas da Ânima, mas bem acima dos outros pares (YDUQS, Cogna, Ser Educacional).

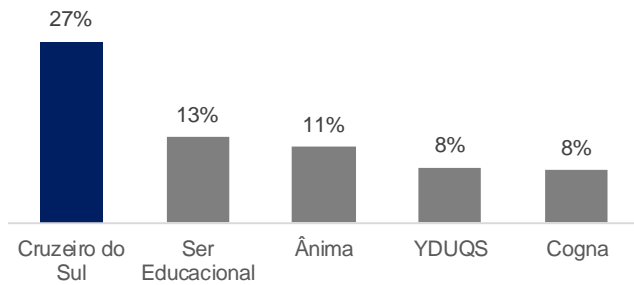
Tabela 4: CSED foi a #2 no ciclo 2017-2019 no ENADE

Grupo	1	2	3	4	5	Grau +3	Grau +4
Ânima	0%	16%	52%	31%	1%	83%	32%
Cruzeiro do Sul	2%	27%	62%	9%	1%	71%	10%
YDUQS	2%	38%	54%	6%	0%	60%	6%
Cogna	6%	66%	24%	4%	0%	28%	4%
SER	3%	57%	38%	2%	1%	41%	3%
Vitru	2%	78%	19%	1%	0%	20%	1%

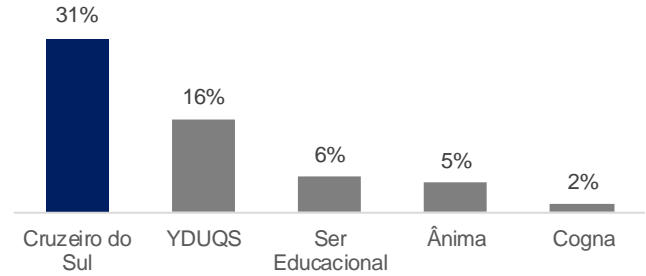
Fonte: Inep e BTG Pactual

3- História de crescimento interessante e um histórico financeiro sólido;

A CSED também tem um histórico financeiro impressionante, refletindo uma operação local resiliente e de alta qualidade, um nicho de EaD de crescimento rápido e tomada de decisão estratégica consistente. Em comparação com seus pares, tem o CAGR mais alto (2015-19) para a receita e para o EBITDA ajustado (ex-IFRS16).

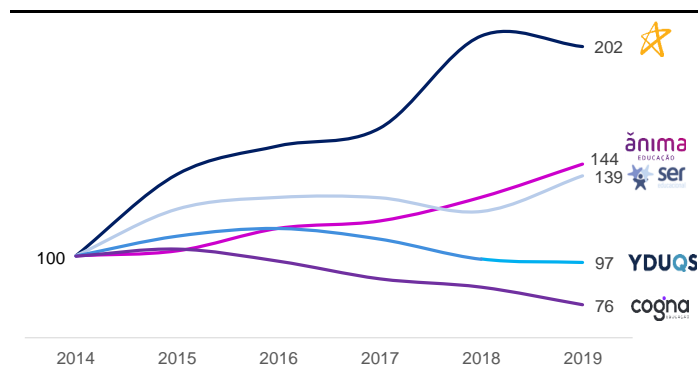
Gráfico 1: CAGR Receita Líquida (2015-2019)


Fonte: BTG Pactual

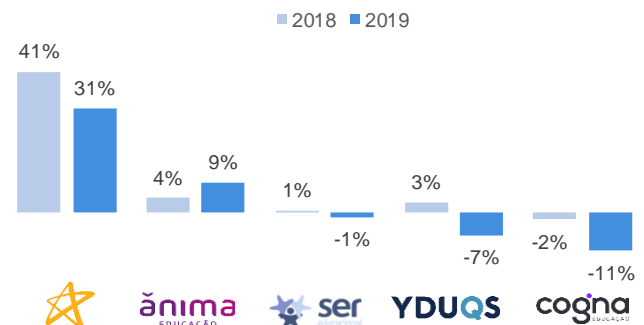
Gráfico 2: EBITDA Ajustado (ex-IFRS16) CAGR (2015-2019)


Fonte: BTG Pactual

Mais uma vez, isso prova a resiliência de sua operação presencial (72% da receita consolidada em 2021E, ou 36% da base geral de alunos), que cresceu ~10% em média ao ano nos últimos cinco anos (obviamente impulsionada por aquisições), que está bem acima da maioria dos pares (consulte os gráficos 5-6).

Tabela 3: Histórico impressionante de crescimento de base de alunos no presencial (# de alunos na base 100)


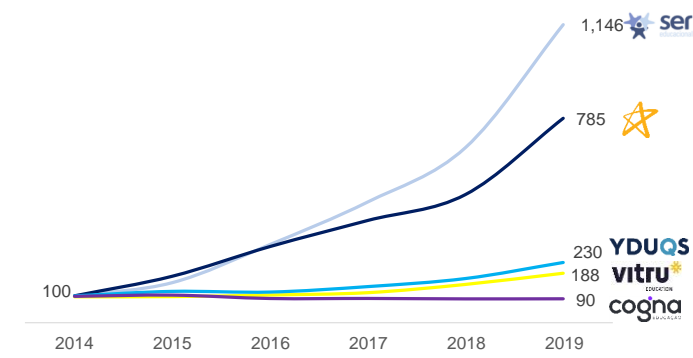
Fonte: INEP e BTG Pactual

Tabela 4: Crescimento de receita Líquida presencial (a/a) em 2018 e 2019. A Cruzeiro tem o maior crescimento de receita líquida no segmento presencial (a/a) em comparação com as outras listadas.


Fonte: INEP e BTG Pactual

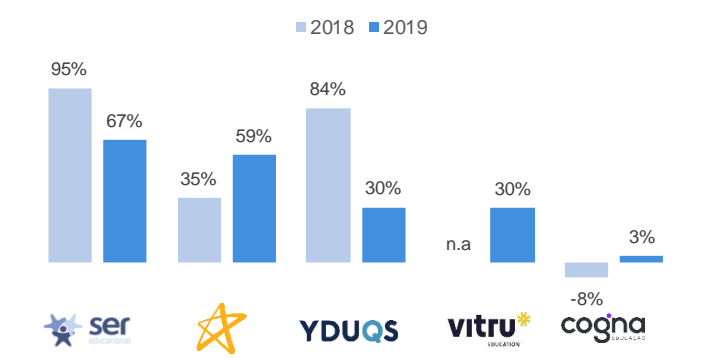
E comprova os impactos positivos da forte expansão do EaD (28% da receita consolidada em 2021). A CSED divulgou um CAGR de receita de EaD (2017-20) forte de 19%, ganhando +60 mil alunos de EaD nos últimos três anos.

Tabela 5: CSED tem um histórico forte de crescimento no EaD (# de estudantes na base 100)



Fonte: INEP e BTG Pactual

Tabela 6: Crescimento da receita Líquida de EaD (a/a) em 2018 e 2019.

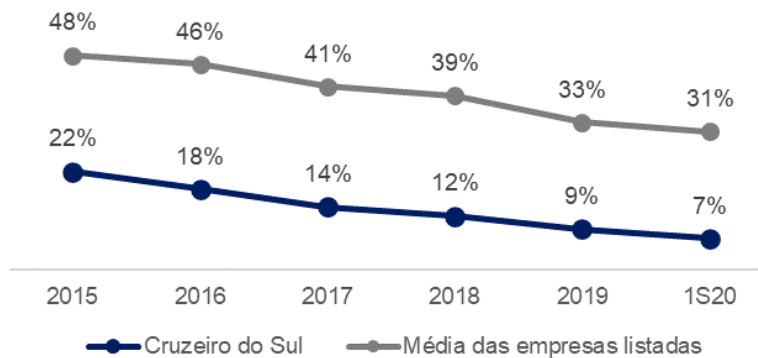


Fonte: BTG Pactual

Um dos aspectos mais criticados dos nomes listados de ensino superior é o fato de que a maioria alavancou suas operações para surfar nos planos de incentivos do governo (e isso acabou sendo um grande problema). Inicialmente, muitas empresas de educação se prepararam para ganhar escala em cima do FIES (programa de financiamento estudantil apoiado pelo governo). Em 2015, com o anúncio do fim do FIES, assistimos a um boom nos programas de financiamento próprio, seguido de uma boa dose de agressividade contábil, que se tornou mais um problema para o setor.

A CSED continua sendo uma referência na tomada de decisões estratégicas. Enquanto os players do ensino superior focavam na captação do FIES em resposta a mais incentivos governamentais, a CSED identificou os riscos intrínsecos do FIES e limitou a oferta à sua base de alunos. O pico de sua exposição de financiamento foi em 2015 (refletindo a aquisição da UniFran), quando tinha 22% dos alunos presenciais matriculados com alguma forma de financiamento privado (público ou privado), enquanto a média das empresas listadas foi de 48%. Atualmente, apenas 7% de sua base de alunos presencial está exposta a financiamento (em comparação com a média de 31% dos pares).

Gráfico 4: Exposição a financiamentos no presencial – CSED vs. Empresas listadas

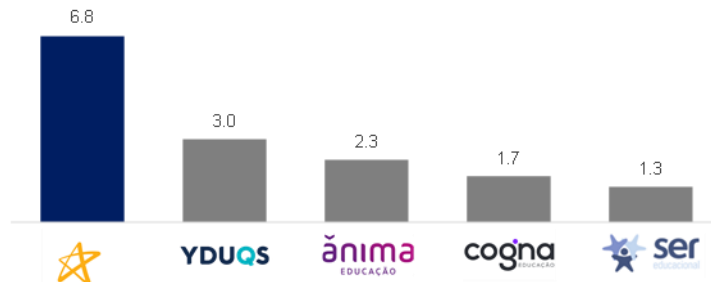


Fonte: Cruzeiro do Sul

Portanto, com muito menos alunos expostos ao programa de financiamentos que abalou o segmento de ensino superior privado, a CSED estava mais bem posicionado para entregar um crescimento muito mais consistente no presencial, com alavancagem operacional superior.

Refletindo seu posicionamento e decisões estratégicas corretas, atualmente tem a melhor alavancagem operacional entre os pares (em termos de milhares de alunos/campus) - ver gráfico 5.

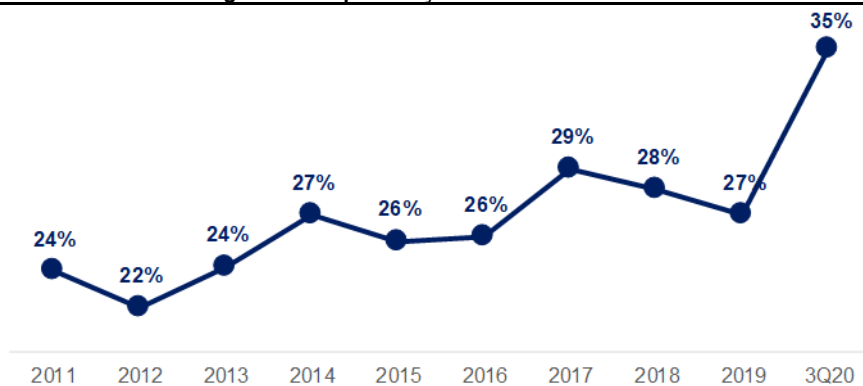
Gráfico 5: Presencial – CSED tem a melhor alavancagem operacional (000s alunos por campus)



Fonte: Empresas e BTG Pactual

E a tomada de decisão estratégica consistente ajuda a CSED a responder rapidamente aos movimentos regulatórios. Na sequência da recente alteração da regulação (no final de 2019), a CSED conseguiu implementar aulas online em cursos presenciais para até 40% das aulas (vs. 20% no modelo anterior), com rápida conversão nos últimos meses. E os ganhos de eficiência são consideráveis! No 3º trimestre, a margem EBITDA ajustada (IFRS 16) subiu para 35% (de 27% em 2019 e 28% em 2018), refletindo principalmente a implementação do novo modelo - e este ganho de margem deve ser estrutural. Observamos também que a maior penetração do segmento EaD também é um driver positivo para as margens consolidadas.

Gráfico 6: A margem EBITDA aumentou recentemente, refletindo principalmente o novo modelo acadêmico em vigor e maior penetração de cursos EaD



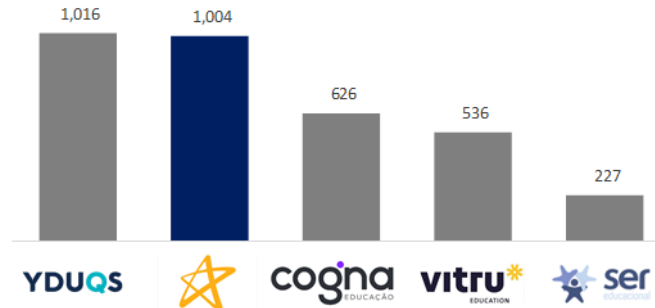
Fonte: Cruzeiro do Sul e BTG Pactual

Números antes de 2017 não incluem o IFRS16

*Margens em 2019 são proforma com a BrasCubas e Positivo, justificando o efeito negativo

4 - Bem posicionada para capturar oportunidades no segmento EAD;

Após a mudança na regulamentação do EaD em meados de 2017, os hubs da CSED estavam instalados e prontos para impulsionar o crescimento e as aberturas em regiões estratégicas. Desde 2016, ela adicionou +1 mil hubs, uma das taxas de crescimento de EaD mais impressionantes do setor, atrás apenas do YDUQS (em termos de número de hubs; consulte o gráfico 7). Portanto, a CSED apresentou um grande crescimento em EaD com um CAGR de receita impressionante (2017-2020) acima de 30%.

Gráfico 7: #2 em adições líquidas de Hubs (2016-2T20)


Fonte: Empresas e BTG Pactual

Esse histórico de crescimento bem-sucedido também resultou em importantes ganhos de participação de mercado, uma vez que sua participação em EaD (base de alunos) expandiu para 7% em 2019 de apenas 2% em 2012 - veja a tabela abaixo.

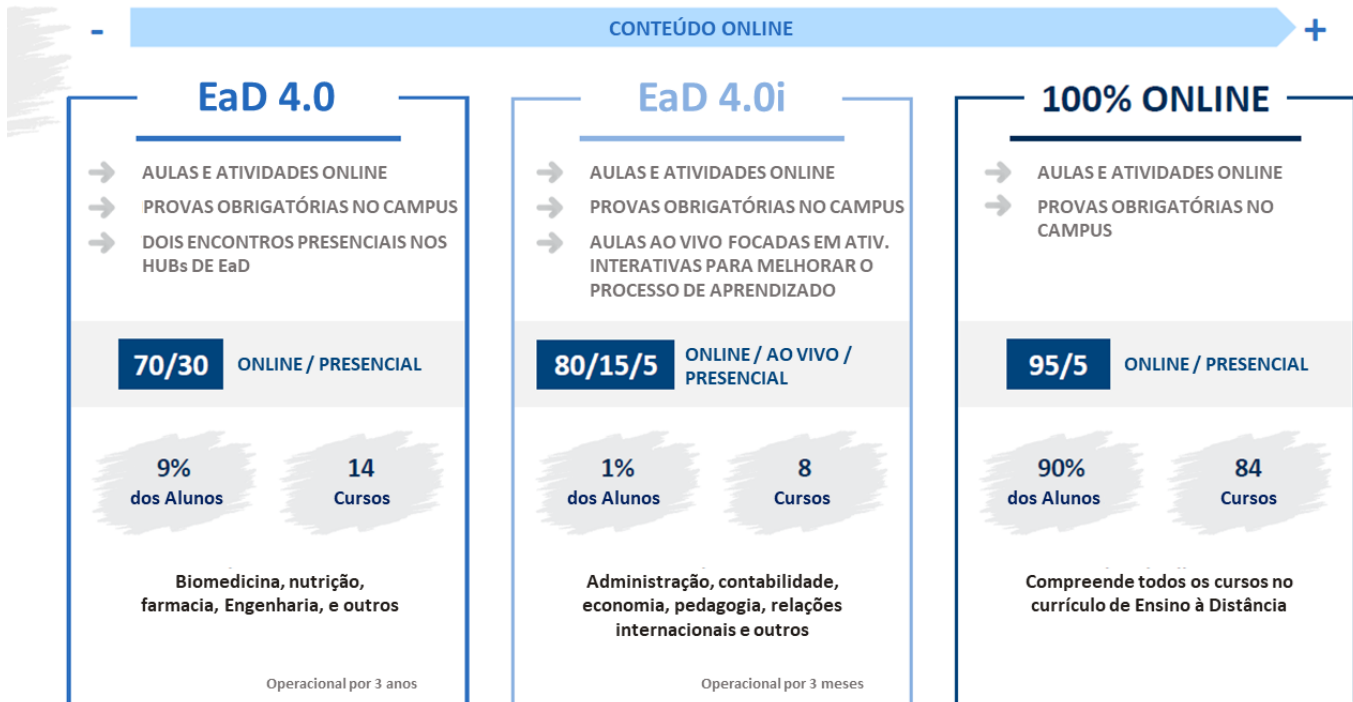
Tabela 9: Participação de mercado EaD (%)

EaD Privado	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cogna	26%	27%	34%	36%	38%	37%	36%	33%	25%	22%
Vitru	8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	9%	11%	12%
Unip	7%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	11%	10%
YDUQS	7%	8%	9%	8%	9%	9%	8%	8%	9%	9%
Uninter	2%	2%	10%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	8%
Cruzeiro do Sul	2%	2%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	7%
Unicesumar	1%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	4%	5%	6%
Laureate	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Apollo	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Uninove	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
SER Educacional	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Ânima Educação	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Whitney	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Afya	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Outros	43%	37%	22%	17%	15%	13%	13%	12%	14%	17%

Fonte: INEP e BTG Pactual

Os fortes ganhos de participação de mercado refletem: (i) grande crescimento da Cruzeiro do Sul Virtual (~ 50% dos alunos EaD estão sob a marca), ganhando escala e alcance com o lançamento de novos polos; (ii) crescimento robusto, apoiado por outras marcas reconhecidas localmente (~50% dos alunos EaD, impulsionado por uma longa história de aquisição de marcas emblemáticas); (iii) flexibilização da regulação do EaD em meados de 2017, facilitando a abertura de novos hubs; (iv) preços competitivos; e (v) desenvolvimento de novas alternativas de EaD para atender a demanda não atendida (via EaD 4.0, EaD 4.0i e 100% online).

Figura 2: Novo modelo acadêmico



Fonte: Cruzeiro do Sul e BTG Pactual

Apesar de crescer mais que o mercado (CAGR da base de alunos de EaD 2015-19 de 45% vs. 14% da indústria de EaD), as oportunidades da CSED em EAD não são mais altamente dependentes de maiores ganhos de participação de mercado - pelo menos não em nossos números oficiais, deixamos essa oportunidade como um risco positivo. Na verdade, o mercado de EaD tem crescido dois dígitos nos últimos quatro anos e a pandemia da Covid-19 claramente acelerou essa penetração.

Mais precisamente, de acordo com o INEP (Instituto Brasileiro de Estudos e Pesquisas em Educação), o número de novos alunos em cursos à distância (captações) aumentou mais de 4,5 vezes nos últimos 10 anos, chegando a 1,56 milhão de alunos privados (51% da captação privada de 2019), contra 1,5 milhões no negócio privado presencial (49%). Em se tratando da base total de alunos do mercado, havia 2,3 milhões de alunos de graduação privada (35% do total de alunos) matriculados no mercado de EaD e 4,2 milhões de alunos presenciais (65%) matriculados em cursos presenciais.

Gráfico 3: Ingressos no segmento presencial (mi de estudantes)



Fonte: INEP e BTG Pactual

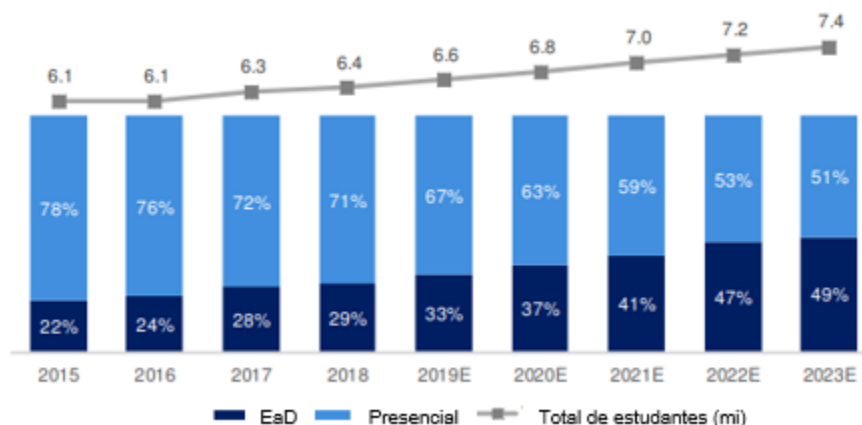
Gráfico 4: Ingressos no segmento EaD privado (mi de estudantes)



Fonte: INEP e BTG Pactual

Um estudo recente da consultoria Educa Insights concluiu que a crise atual deve acelerar a graduação online no Brasil, com o número de alunos online superando os matriculados em cursos presenciais já em 2022. Antes, eles esperavam o EaD superasse os cursos presenciais apenas em 2023.

Gráfico 10: EaD vs. Presencial (%) – de acordo com a Educa Insights



Fonte: Educa Insights e BTG Pactual

Tabela 10: EaD – Projeção do mercado privado (000s estudantes de ensino superior no EaD)

EaD - Projeção do mercado de ensino privado	UNID.	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Base de alunos EaD - Players listados	000s	1.352,6	1.647,7	1.890,8	2.102,4	2.265,6	2.425,5
Cruzeiro do Sul	000s	187,1	213,9	237,1	259,2	282,7	305,8
Cogna	000s	544,3	629,6	738,7	817,4	859,7	893,4
YDUQS	000s	330,1	436,5	499,7	533,9	548,5	559,8
Vítru	000s	248,1	322,8	364,4	433,1	506,9	588,6
SER	000s	42,9	44,9	50,8	58,8	67,8	78,0
Market Share - Players listados	%	52%	55%	55%	57%	58%	58%
Cruzeiro do Sul	%	7,1%	7,1%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%
Cogna	%	20,8%	20,9%	21,6%	22,3%	22,0%	21,4%
YDUQS	%	12,6%	14,5%	14,6%	14,6%	14,0%	13,4%
Vítru	%	9,5%	10,7%	10,7%	11,8%	12,9%	14,1%
SER	%	1,6%	1,5%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%

Fonte: Empresas, MEC e BTG Pactual

Mesmo assumindo 7% de participação de mercado em 2030 (praticamente a mesma de 2020), com ticket médio crescendo menos que nossa inflação projetada (apenas ~2% ao ano), estimamos um CAGR da receita líquida de ensino à distância de 2020-25 de 14% e 11% 2020-30.

Gráfico 11: Projeção de receita líquida e crescimento do EaD (2020E-2030E)


Fonte: BTG Pactual

5 - Histórico importante de M&A e pipeline intenso

A Cruzeiro do Sul possui um forte histórico de execução e integração de M&A, com 11 aquisições nos últimos 10 anos. Desde 2012, a empresa adquiriu mais de 120 mil alunos - veja os movimentos históricos mais importantes de M&A abaixo.

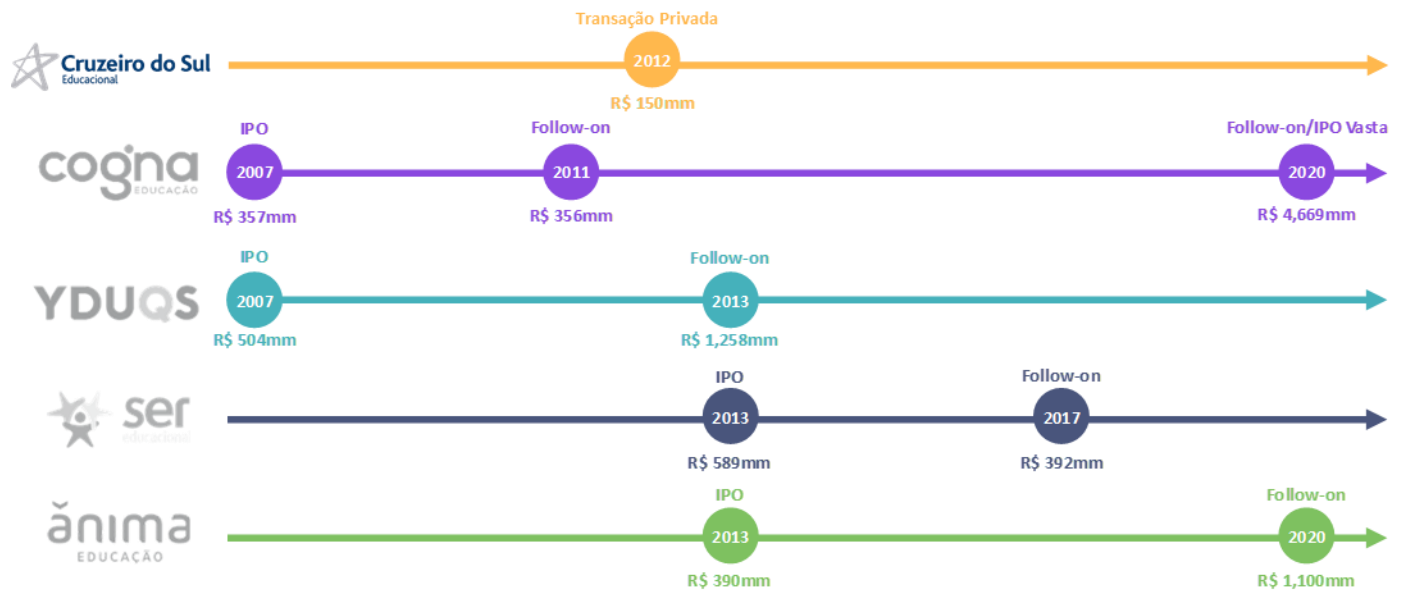
Tabela 7: Comparáveis histórico de M&A

Data do acordo	Alvo	Localização	Participação (%)	EV (R\$ mi), 100%	Nº de estudantes	Receita Líquida (R\$ mi)	EV/Receita	EV/estudante (R\$000)	Receita/estudante (R\$000)
Jul-12	Unicid	São Paulo	100%	76,3	25,0	0,0	-	3,1	0,0
Jun-13	Unifran	Franca	100%	120,0	n.a.	0,0	-	-	-
Mar-15	FASS	São Sebastião	100%	7,7	1,8	0,7	11,2x	4,4	0,4
May-15	Colégio São Sebastião	São Sebastião	100%	3,3	0,5	0,7	4,8x	6,7	1,4
Dec-15	CEUNSP	Itu e Salto	100%	116,6	15,0	763,2	0,2x	7,8	50,9
Dec-18	Veritas Educacionais	çalves, Cachoeirinha e Cax	100%	295,4	12,0	115,6	2,6x	24,6	9,6
Mar-18	Grupo Unipe	João Pessoa	84%	398,3	15,0	188,8	2,1x	26,6	12,6
Sep-19	Bras Cubas	Mogi das Cruzes	100%	150,0	16,0	96,0	1,6x	9,4	6,0
Dec-19	Positivo	Paraná	100%	500,0	33,0	350,0	1,4x	15,2	10,6

Fonte: Cruzeiro do Sul, imprensa local e BTG Pactual

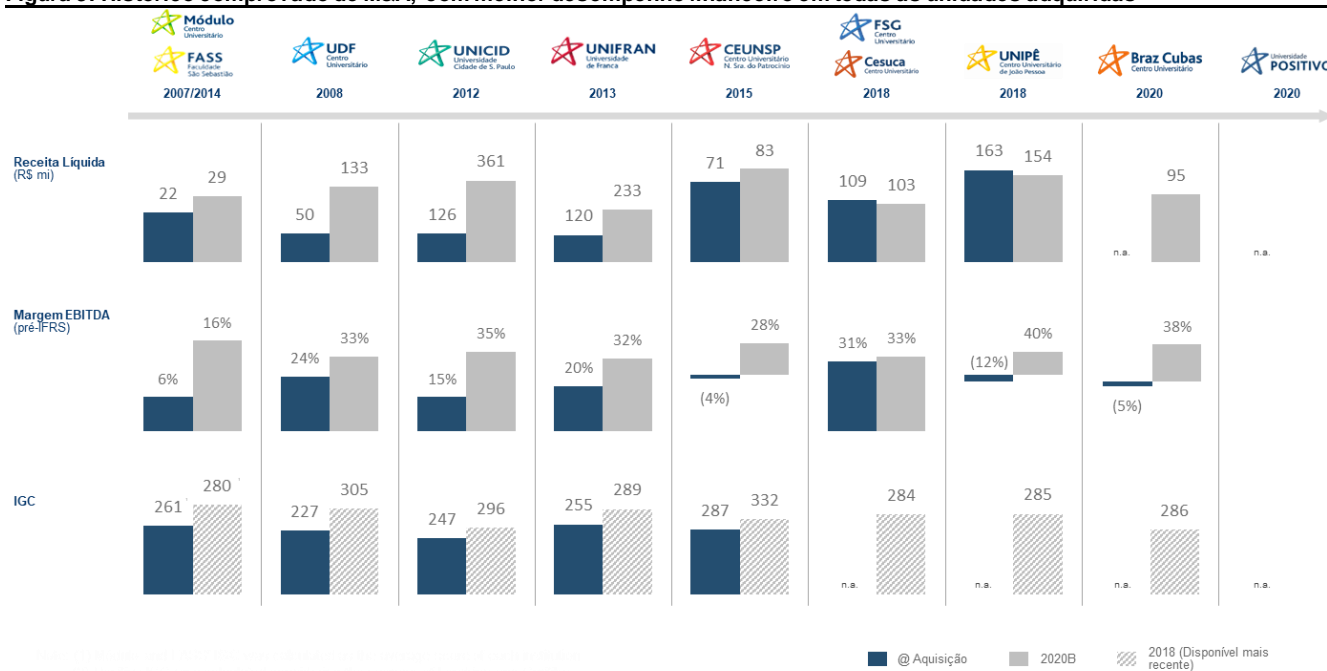
Esses números são impressionantes, e todas essas aquisições foram feitas usando apenas o balanço patrimonial e diluição patrimonial mínima. A CSED apresentou um dos mais fortes desenvolvimentos inorgânicos do setor e é o player de ensino superior listado com a menor injeção de capital (pré-IPO; consulte o gráfico 12).

Gráfico 12: A CSED tem tido muito sucesso nas aquisições, todas feitas apenas com o seu balanço e diluição patrimonial mínima (houve apenas um aporte de capital de R\$ 150 milhões em 2012 pela Actis, participação que foi posteriormente adquirida pela GIC)



Fonte: Cruzeiro do Sul e BTG Pactual

Outro ponto positivo do histórico de crescimento inorgânico da CSED é sua execução perfeita. Em todas as aquisições integradas (considerando todas as aquisições até 2018), apresentou melhores resultados financeiros (reforçando as captações da marca, aumentando a exposição ao Ensino a Distância (EAD) e entregando melhor alavancagem operacional) e maior qualidade acadêmica.

Figura 3: Histórico comprovado de M&A, com melhor desempenho financeiro em todas as unidades adquiridas


Fonte: Cruzeiro do Sul, BTG Pactual

Nota: (1) Módulo e FASS IGC foi calculado como a pontuação média de cada instituição

(2) Positivo IGC foi calculado considerando a média de Londrina e Curitiba

As fusões e aquisições ainda estão sobre a mesa, e as recentes aquisições atestam seus diferenciais de execução, já que padrões acadêmicos de alto nível são cruciais ao negociar com acionistas vendedores de empresas-alvo, que geralmente se preocupam com o legado de qualidade das faculdades - o que significa que a CSED deve enfrentar menos concorrência de preços em M&As.

De forma geral, ainda há muito espaço para crescer via expansão inorgânica, que continua sendo o principal direcionamento para a aplicação dos recursos de ~R\$ 1 bilhão captados no IPO. No entanto, conservadoramente deixamos as futuras fusões e aquisições como um risco de alta para nosso caso de investimento.

Assim, fornecemos uma análise de sensibilidade abaixo mostrando quanto um aumento patrimonial adicional poderia vir de outras aquisições, variando o número de alunos a serem adquiridos por ano (para os próximos 5 anos) e o EV pago por aluno (considerando o preço médio de aquisição por aluno de graduação). Nosso cenário base é um preço-alvo de R\$ 6,7 bilhões para o final de 2021 (ou R\$ 18/ação), enquanto outros movimentos de M&A poderiam trazer até 50-60% de potencial de valorização adicional. Só para fins de comparação, a Cruzeiro adquiriu mais de 15 mil alunos por ano nos últimos três anos.

Tabela 12: Exercício de sensibilidade – M&As futuros podem agregar ainda mais valor ao nosso caso base de CSED

		N° de alunos adquiridos a cada ano (em 000', de 2020 a 2025)						
		5	10	15	20	25	30	35
EV/Aluno	12,0	7.407	8.108	8.831	9.577	10.344	11.131	11.937
	14,0	7.363	8.020	8.700	9.403	10.126	10.869	11.632
	16,0	7.320	7.933	8.570	9.228	9.908	10.607	11.326
	18,0	7.276	7.846	8.439	9.054	9.689	10.346	11.021
	20,0	7.232	7.759	8.308	8.879	9.471	10.084	10.715

% vs. caso base

		N° de alunos adquiridos a cada ano (em 000', de 2020 a 2025)						
		5	10	15	20	25	30	35
EV/Aluno	10,0	10%	20%	31%	42%	54%	65%	77%
	12,5	9%	19%	29%	40%	50%	61%	73%
	15,5	9%	18%	27%	37%	47%	58%	68%
	17,5	8%	17%	25%	35%	44%	54%	64%
	20,0	7%	15%	23%	32%	41%	50%	59%

Fonte: BTG Pactual

Valuation

Iniciamos a cobertura com uma classificação de Compra na Cruzeiro do Sul e a tornamos nossa nova Top Pick em Educação. Nosso preço-alvo para o final de 2021 de R\$ 18/ação (53% de potencial de valorização) é baseado em DCF (WACC de 11,3% e g de 4,5%, tanto em reais quanto em termos nominais). Também não assumimos benefícios fiscais perpétuos.

A CSED é uma das histórias mais interessantes em nossa cobertura educacional. Em meio a grandes mudanças no segmento de graduação, está muito bem posicionada para surfar as duas tendências mais promissoras e resilientes do setor: (i) segmento presencial de alta qualidade; e (ii) Ensino à distância em crescimento rápido. A CSED se junta à nossa lista com rating de “Compra” no setor, negociando a bons múltiplos normalizados (P/L ~11-13x e com um sólido FCF yield de um dígito médio a alto nos próximos três anos).

Tabela 13: Comparação de valuation do setor de educação

Empresas	Preço R\$	Mkt. Cap R\$ mn	P/L ajust.		EV/EBITDA		FCF Yield ajust.		Div. Yield		P/BV		Índice PEG 21-24	LPA CAGR 21-24
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E		
Cruzeiro do Sul	11,7	4.475	13,1x	12,3x	10,6x	9,5x	6,0%	6,8%	1,7%	3,1%	2,7x	2,4x	0,9x	14%
Cogna	4,0	7.024	30,8x	20,7x	11,7x	8,1x	1,5%	20,8%	-0,8%	-0,4%	0,4x	0,4x	0,7x	45%
Yduqs	27,7	8.571	15,2x	14,1x	7,6x	6,6x	4,6%	8,2%	3,3%	3,5%	2,4x	2,2x	1,2x	13%
SER	11,8	1.515	16,2x	14,0x	6,3x	5,8x	-8,0%	11,5%	1,5%	2,1%	1,1x	1,0x	0,9x	18%
Ânima	9,3	1.001	15,3x	10,9x	8,2x	6,6x	-129,5%	10,4%	1,3%	2,2%	1,2x	1,1x	0,6x	28%
Média - Setor de Educação			21,9x	16,7x	11,7x	9,0x	-17,6%	9,1%	1,4%	2,1%	2,0x	1,9x	0,9x	26%

Fonte: Bloomberg e BTG Pactual

Riscos

Novo modelo acadêmico no segmento presencial

O novo modelo acadêmico presencial, que consiste (entre outras iniciativas) em aumentar a % de conteúdo online nos cursos presenciais de 20% para 40%, pode ter um impacto negativo, reduzindo o engajamento dos alunos e/ou afetando a qualidade dos cursos presenciais.

Uma vez que as operações presenciais de alta qualidade da CSED são altamente dependentes de altos níveis de credenciamento de qualidade, tais impactos podem aumentar os níveis de evasão, prejudicar as captações e reduzir as margens - se a empresa decidir reverter parcialmente para a estrutura antiga.

Acreditamos que todos os outros pares de ensino superior presencial seguirão o exemplo, adotando gradualmente mais conteúdo online em cursos presenciais. Uma vez que toda a indústria deve caminhar para a adoção do novo modelo acadêmico, não acreditamos que os cursos presenciais da Cruzeiro se tornarão menos atraentes para os candidatos em potencial.

A CSED sempre demonstrou excelente qualidade acadêmica e deve continuar focando na qualidade de seu conteúdo. Por fim, acreditamos que a pandemia também contribuiu para a adoção do novo modelo, uma vez que os alunos estão significativamente mais expostos ao conteúdo digital.

Outras aquisições podem prejudicar as margens

As aquisições podem pressionar as margens dependendo do ativo adquirido. Também existem riscos de integração, que podem atrasar o prazo esperado para extrair sinergias.

Mas as fusões e aquisições estratégicas podem ser uma oportunidade. Ativos de alta qualidade com baixa eficiência operacional ou mesmo frágil alinhamento financeiro/administrativo podem trazer potenciais ganhos de sinergia. Também existe a possibilidade de a CSED adquirir ativos com margens superiores à sua própria margem consolidada (por exemplo, instituições altamente expostas a cursos de medicina).

Ambiente competitivo

A oferta (relativamente) elevada de cursos de graduação e a crise econômica brasileira forçaram vários pequenos/médios players a serem gradativamente mais agressivos na precificação, especialmente com mais alunos do FIES fomando (prejudicando a alavancagem operacional).

Um ambiente competitivo difícil ainda é uma realidade em algumas regiões (SP, RJ, Manaus, BH), mas um cenário macro melhor deve gradualmente abordar essa questão, pois as oportunidades de crescimento de longo prazo do setor estão intactas. O aumento da concorrência deve resultar em pressões de preços adicionais, com os players potencialmente deixando de repassar 100% da inflação para os preços.

Cenário macro

As empresas de educação estão altamente expostas a fatores macro, especialmente emprego, renda disponível e confiança do consumidor.

Níveis de renda disponível e emprego abaixo da média são obstáculos para um rápido ponto de inflexão na base de alunos, mas os números mais recentes mostram que o pior já passou.

O mercado de trabalho encontra-se em (leve) recuperação. A confiança do consumidor (outra variável importante a ser rastreada no setor de educação) deteriorou-se acentuadamente nos últimos anos, mas, depois de atingir as mínimas, também está se recuperando de forma lenta, mas segura.

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