

Cruzeiro do Sul (CSED3): Resultado do 4T20

O EBITDA ajustado superou nossas projeções em 10%; EBITDA orgânico expandiu 46% a/a

A Cruzeiro do Sul divulgou seus primeiros resultados trimestrais após seu recente IPO, apresentando números melhores do que o esperado para o 4T. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 469 milhões (3% acima de nossa projeção), um aumento de 29% a/a, impulsionada pela consolidação de ativos recentemente adquiridos desde o 1S20 (a receita líquida teria crescido 2% a/a organicamente). Refletindo o amadurecimento do novo modelo acadêmico, a margem EBITDA foi mais uma vez o destaque positivo do trimestre (assim como no 3T). Excluindo R\$ 29 milhões em itens não recorrentes (principalmente relacionados a projetos de Fusões e Aquisições e iniciativas de reestruturação), o EBITDA ajustado (ex-IFRS16) totalizou R\$ 149 milhões (10% melhor que nossa projeção, principalmente devido a menores despesas de aluguel), gerando uma margem de 31,7% (+ 11p.p. a/a; + 6p.p. t/t; 210 bps melhor do que nossa expectativa). Mais importante, mesmo excluindo aquisições, o EBITDA ajustado (IFRS16) teria subido sólidos 46% a/a organicamente (um indicador robusto em comparação à média do setor). Por fim, a CSED apresentou um lucro líquido contábil (IFRS16) de R\$ 44 milhões (+ 5% a/a), prejudicado por itens não recorrentes e amortização de intangível. Ao levar esses impactos em consideração, o lucro líquido ajustado expandiu sólidos 73% a/a para R\$ 91 milhões (11% melhor que nossa estimativa).

A operação presencial de alta qualidade prova resiliência; Ensino à distância continua a crescer

Provando sua resiliência, o ticket médio do presencial da CSED aumentou 9,5% a/a, refletindo sua estratégia de preços consistente em seus cursos premium, mas também impulsionada por recentes fusões e aquisições (especialmente a Positivo). Como esperado, a base de alunos de graduação da empresa ficou estável, com uma ligeira taxa de evasão entre o 3T e o 4T (-2 mil alunos, ou -0,9% t/t), enquanto a base presencial da CSED cresceu 14% a/a em 2020 (ou -4% organicamente - uma boa exibição, dadas as atuais circunstâncias do mercado). Olhando para a divisão de Ensino à Distância, o ticket médio permaneceu pressionado, diminuindo 5% a/a (embora o ticket médio de 2020 tenha ficado praticamente estável), enquanto sua base de alunos cresceu 6,2% t/t. Por fim, a base de alunos de EAD cresceu 40,6% a/a no ano passado (+ 21% organicamente).

Mudanças na equipe executiva

Conforme já amplamente esperado pelo mercado, a CSED anunciou oficialmente as mudanças em sua equipe executiva. A partir da presidência, Fábio Figueiredo e Renato Padovese vão assumir a copresidência, enquanto o Prof. Hermes Figueiredo (fundador e ex-CEO) passa a ter assento apenas no conselho (presidente). A CSED também anunciou oficialmente Luis Bresola

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

Cruzeiro Edu (CSED3)

Data	31/03/2021
Ticker	CSED3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	12,0
Listagem	Novo Mercado

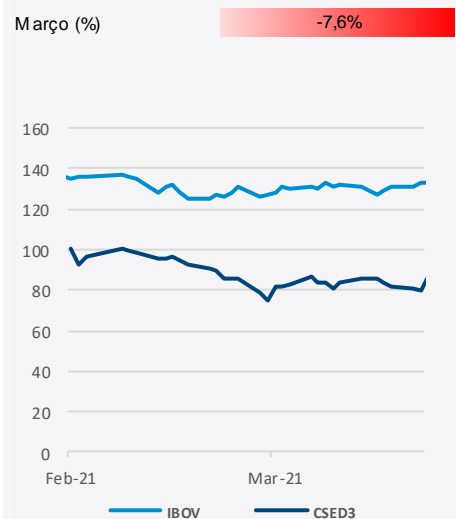
Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	4.58187
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	408,57

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	12,4x	11,7x
EV/EBITDA	8,4x	7,6x

Stock Performance:



como diretor estatutário de RI, Luiz Henrique Amaral como diretor não estatutário de educação presencial e Carlos Fernando Araújo Junior como diretor não estatutário de educação a distância.

Perspectivas para 2021; geração de fluxo de caixa sólida em 2020

A CSED também lançou algumas luzes sobre as perspectivas para 2021. Para a operação presencial, sinalizou que as captações no 1S devem ser desafiadoras e o ciclo pode ser estendido até o final de abril. No entanto, o aumento do ticket no segmento presencial deve ser sustentável, enquanto o ciclo de reinscrição tem sido muito positivo. Para a operação de Ensino à Distância, as captações do 1S devem manter a forte expansão, com ticket consolidado caindo ligeiramente a/a. Ainda, o fluxo de caixa operacional da CSED após capex foi de R\$ 326 milhões em 2020 (aumento de 7,5% a/a) e sólidos ~ R\$ 110 milhões no 4T. Além disso, com a dívida líquida encerrando o ano em R\$ 2,5 bilhões (incluindo arrendamentos), contra R\$ 1,4 bilhão em 2019. Se considerarmos os ~R\$ 1 bilhão em recursos do IPO (2021), a dívida líquida da CSED teria sido praticamente estável em ~ R\$ 1,5 bilhão (~ 3x o EBITDA ajustado dos últimos 12 meses).

Cruzeiro do Sul é nossa Top Pick em educação

Em meio às grandes mudanças no segmento de graduação, a CSED é nossa Top Pick em educação, estando bem posicionada para surfar as duas tendências mais promissoras e resilientes do setor: segmento presencial de alta qualidade + ensino à distância de rápido crescimento (o ano de 2020 é um testemunho para isso). Saudamos o bom começo da CSED e a reiteramos como nossa Top Pick em educação, negociando a um valuation atraente (12,5x P/L ajustado de 2021) com 62% de potencial de valorização.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	28,1	19,7	13,9	15,0	16,5
EV/EBITDA	13,2	11,1	10,8	8,4	7,6
P/L	24,5	23,9	22,4	12,4	11,7
Dividend Yield %	0,9	1,2	1,3	1,8	3,2

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	364
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\$ 11,13, em 30 de Março de 2021.

Tabela 1: Resumo do resultado do 4T20

P&L, IFRS 16 , R\$ milhões	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
Receita Líquida	469,5	455,5	364,8	431,9	3,1%	28,7%	8,7%
CPV caixa (ex-Deprec. & Amort.)	(194,1)	(210,0)	(194,2)	(198,9)	-7,6%	-0,1%	-2,4%
Lucro Bruto (ex-Deprec. & Amort.)	275,4	245,5	170,6	233,0	12,2%	61,4%	18,2%
<i>Margem Bruta</i>	58,7%	53,9%	46,8%	53,9%	4,8 p,p	11,9 p,p	4,7 p,p
Desp. de Vendas, Gerias & Adm. (ex-Depreci. & Amort.)	(133,7)	(79,7)	(81,6)	(81,7)	67,7%	63,8%	63,6%
<i>como % da receita líquida</i>	-28,5%	-17,5%	-22,4%	-18,9%	-11,0 p,p	-6,1 p,p	-9,6 p,p
PDD	(31,9)	(29,6)	(8,3)	(35,7)	7,7%	284,3%	-10,8%
Desp. de Vendas, Gerias & Adm.	(102,6)	(51,5)	(76,8)	(46,8)	99,3%	33,6%	119,2%
Outras receitas (despesas) operacionais	0,8	1,4	3,5	0,8	-41,5%	-77,1%	-2,2%
Não-recorrente	29,2	31,0	7,9	33,6	-5,7%	269,6%	-13,1%
EBITDA ajustado (IFRS-16)	170,9	165,8	96,7	151,3	3,1%	76,7%	13,0%
<i>Margem EBITDA ajustado (IFRS-16)</i>	36,4%	36,4%	26,5%	35,0%	0,0 p,p	9,9 p,p	1,4 p,p
EBITDA contábil (IFRS-16)	141,7	134,8	88,8	117,7	5,1%	59,6%	20,4%
<i>Margem EBITDA</i>	30,2%	29,6%	24,3%	27,2%	0,6 p,p	5,8 p,p	2,9 p,p
Despesas de aluguel	(22,0)	(31,0)	(21,0)	(33,6)	-29,0%	4,8%	-34,6%
EBITDA ajustado (ex-IFRS16)	148,9	134,8	75,7	117,7	10,4%	96,7%	26,5%
<i>Margem EBITDA ajustado</i>	31,7%	29,6%	20,8%	27,2%	2,1 p,p	11,0 p,p	4,5 p,p
EBITDA contábil (ex-IFRS16)	119,7	103,9	67,8	84,0	15,3%	76,5%	42,4%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	25,5%	22,8%	18,6%	19,5%	2,7 p,p	6,9 p,p	6,0 p,p
Depreciação	(51,5)	-	(29,7)	-	-	73,4%	-
EBIT	90,2	-	59,1	-	-	52,6%	-
Resultados financeiros	(48,4)	-	(40,8)	-	-	18,6%	-
EBT	41,7	-	18,3	-	-	127,8%	-
Imposto de renda	1,9	-	23,1	-	-	-91,8%	-
Lucro líquido contábil (IFRS16)	43,6	48,4	41,4	12,3	-	5,3%	-
<i>Margem líquida</i>	9,3%	10,6%	11,3%	2,8%	-	-2,1 p,p	-
Amortização Intangível	18,5	(8,7)	3,4	(9,0)	-	444,1%	-
Não-recorrente	29,2	(25,1)	7,9	(42,2)	-	269,6%	-
Lucro líquido ajustado (IFRS16)	91,3	82,1	52,7	63,5	11%	73%	44%

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