

Cogna (COGN3): Resultado do 1T21

EBITDA ajustado (ex-itens não-recorrentes de R\$ 130 milhões) foi de R\$ 366 milhões (-17% a/a)

A Cognia divulgou resultados do 1T em linha com o esperado, que começaram a mostrar tendências ligeiramente melhores na Kroton (com seu EBITDA ajustado crescendo a/a), enquanto os segmentos K12 foram mais afetados desta vez por uma queda na receita. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 1,26 bilhão (1% acima de nossa projeção; -22% a/a, prejudicada por uma queda de 30% na Vasta, 19% na Kroton e 15% na Saber). Excluindo R\$ 82 milhões em custos de reestruturação da Kroton (R\$ 35 milhões sem impacto de caixa), R\$ 11 milhões em despesas de M&A, R\$ 13 milhões em indenizações trabalhistas, além de outros ajustes menores, o EBITDA recorrente (considerando todos os ajustes sugeridos pela empresa) seria de R\$ 366 milhões (em linha com nossa projeção; queda de 17% a/a). O EBITDA contábil (IFRS 16) foi de R\$ 352 milhões (-30% a/a), prejudicado pelos eventos extraordinários mencionados acima, mas auxiliado por R\$ 116 milhões em reversões de contingências. O prejuízo líquido contábil totalizou R\$ 91 milhões (vs. prejuízo líquido de R\$ 39 milhões do 1T20), prejudicado pelos eventos mencionados acima. A Cognia espera registrar mais custos de reestruturação ao longo deste ano, R\$ 60 milhões (mas R\$ 22 milhões deles sem impacto no caixa).

Graduação (Kroton): EBITDA (ex-itens não-recorrentes) cresceu 18% a/a para R\$ 210 milhões

Os resultados da Kroton não foram tão ruins quanto nos trimestres anteriores, apesar de um processo de captação muito fraco no segmento presencial (algo já esperado neste momento). A receita líquida de operações presenciais (36% da receita geral do 1T e 65% de ensino superior) despencou 24% a/a para R\$ 461 milhões, em um ticket médio estável de alunos que pagam seu próprio bolso e uma base geral de alunos muito mais fraca (-29% a/a). Este último foi impulsionado pela captação mais fraca (-41% a/a), enquanto as taxas de abandono foram virtualmente estáveis a/a. Além disso, as receitas de ensino à distância (19% das receitas gerais do 1T e 35% de ensino superior) caíram 7% a/a, com uma expansão de 15% na base de alunos, mas mais do que compensada por uma grande pressão no ticket médio (-14%). Auxiliado por PDDs mais baixos (R\$ 154 milhões, queda de 25% a/a) e os benefícios iniciais das iniciativas de reestruturação (número de campus caiu para 131 de 176 um ano atrás, enquanto o número de alunos por campus cresceu 32% t/t), o EBITDA (ex-itens não-recorrentes) da Kroton cresceu 18% a/a para R\$ 210 milhões (primeira expansão do EBITDA em algum tempo).

Trimestre sem brilho para Vasta e para a Saber

Desta vez, os resultados de Vasta foram fracos, refletindo a redução da base de alunos (devido à intensificação da pandemia) e a dinâmica difícil no segmento

BTG Pactual – Equity Research:

Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Cogna ON (COGN3)

Data	14/05/2021
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	4,0
Preço (R\$)	3,9
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	7.438,98
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	350,34

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	184,9x	22,9x
EV/EBITDA	11,0x	8,3x

Stock Performance:

Maio (%)	2,8%
LTM (%)	-5,2%



de não assinaturas. A Vasta registrou receita de R\$ 280 milhões (queda de 30% a/a), impulsionada por uma redução de 11% a/a nas receitas de soluções principais e uma linha de receita estável em receitas suplementares, além de um desempenho muito fraco nas receitas de vendas de livros didáticos (queda de 71% a/a). Além disso, seu EBITDA ajustado foi de R\$ 62 milhões (-59% a/a, em linha com as estimativas). Ainda, o desempenho do Saber também foi fraco, com a receita líquida (14% da receita geral) caindo 15%, prejudicado pela Covid-19 (impactado por uma dinâmica semelhante a descrita para a Vasta), enquanto seu EBITDA ajustado caiu para R\$ 56 milhões (de R\$ 80 milhões um ano atrás), com pior alavancagem operacional.

Dívida líquida estável no 1T; cláusulas de dívida (covenants) já renegociadas

Apesar de um melhor FCF após o capex, que totalizou R\$ 170 milhões (vs. -R\$ 147 milhões do ano passado), a dívida líquida (excluindo leasing) quase não mudou t/t, ficando em R\$ 2,85 bilhões. Ressaltamos que o melhor FCF foi impulsionado, principalmente, por adiantamentos de recebíveis de cartão de crédito (R\$ 108 milhões). Ao ajustar para PDDs extraordinários contabilizados no ano passado, a dívida líquida/ EBITDA ajustado (últimos 12 meses) atingiu 1,97x (vs. 1,89x no 4T20). Lembramos que a COGN anunciou recentemente que concluiu com sucesso essas negociações dos covenants. Os termos das debêntures estabelecem um covenant de dívida de pelo menos 3x o EBITDA, que não pode ser violado por dois trimestres consecutivos ou até três trimestres alternados. Embora as cláusulas não tenham sido violadas tecnicamente no 4T, elas seriam violadas no 1T21 se não excluíssem PDDs extraordinários do cálculo do EBITDA. Pelo acordo com os credores, para fins de cálculo do EBITDA ajustado dos últimos 12 meses, R\$ 644 milhões (R\$ 229 milhões no 2T e R\$ 415 milhões no 4T) decorrentes dos PDDs mencionados acima serão considerados como ajuste extraordinário e, portanto, não considerados para cálculo do covenant da dívida durante o período de 4T20 e 3T21.

Ainda com rating Neutro; Esperando por um ponto de inflexão claro

Permanecemos Neutros em Cogna. Após o recente processo de reestruturação anunciado pela empresa, os resultados do 1T mostramos primeiros sinais de recuperação. Mas, considerando o ambiente desafiador atual, preferimos permanecer à margem enquanto aguardamos um ponto de inflexão claro para o faturamento da empresa.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,3	9,1	-30,4	1,5	3,9
EV/EBITDA	4,5	7,5	-3,5	11,0	8,3
P/L	4,2	8,2	-1,5	184,9	22,9
Dividend Yield %	10,0	3,1	0,0	0,0	-1,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	6.061	7.029	5.899	5.159	5.613
EBITDA	2.483	2.423	-3.935	1.201	1.519
Lucro Líquido	1.511	773	-4.948	39	317
LPA (R\$)	0,81	0,41	-2,64	0,02	0,17
DPA Líquido (R\$)	0,34	0,10	0,00	0,00	-0,04
Dívida Líquida/Caixa	-4.919	-11.888	-6.496	-6.001	-5.313

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\$ 3,87, em 13 de Maio de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – Cogna

P&L, R\$ milhões, IFRS 16	1T21A	1T21E	1T20A	4T20A	A x E	a/a	t/t
Receita Líquida	1.262,4	1.246,8	1.627,5	1.643,0	1,2%	-22,4%	-23,2%
CPV (ex - Deprec. & Amortiz.)	(346,3)	(360,8)	(508,1)	(497,4)	-4,0%	-31,8%	-30,4%
Lucro Bruto (ex- Deprec. E Amort.)	916,1	886,0	1.119,4	1.145,6	3,4%	-18,2%	-20,0%
<i>Margem Bruta</i>	72,6%	71,1%	68,8%	69,7%	1,5 p,p	3,8 p,p	2,8 p,p
Despesas com Vendas, Gerais & Adm.(ex - Deprec. e Amort.)	(536,9)	(502,9)	(652,3)	(1.221,4)	6,8%	-17,7%	-56,0%
<i>Como % da Receita Líquida</i>	-42,5%	-40,3%	-40,1%	-74,3%	-2,2 p,p	-2,5 p,p	31,8 p,p
Juros sobre Mensalidades	38,9	21,6	53,9	37,7	80,2%	-27,7%	3,4%
Equivalência Patrimonial	0,2	0,0	(0,5)	1,9	-	-144,0%	-88,9%
Despesas Corporativas	(52,5)	(56,9)	(80,3)	(64,3)	-7,6%	-34,5%	-18,3%
Itens não-recorrentes	(130,0)	(100,0)	(31,6)	(3.729,7)	30,0%	311,6%	-96,5%
Reversões de Contingências	116,1	90,0	96,1	63,1	29,0%	20,7%	83,9%
EBITDA contábil	351,9	337,8	504,8	(3.767,1)	4,2%	-30,3%	-109,3%
<i>Margem EBITDA</i>	27,9%	27,1%	31,0%	-229,3%	0,8 p,p	-3,1 p,p	257,1 p,p
Outros itens não-recorrentes	105,2	100,0	31,6	3.729,7	n.m	232,9%	-97,2%
EBITDA ajustado (Cogna)	365,8	347,8	440,3	3.194,5	5,2%	-16,9%	-88,5%
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	29,0%	27,9%	27,1%	194,4%	1,1 p,p	1,9 p,p	-165,4 p,p
Depreciação	(263,2)	(246,4)	(289,1)	(288,4)	6,8%	-8,9%	-8,7%
EBIT	88,7	91,4	215,7	(4.055,5)	-3,0%	-58,9%	-102,2%
Resultados Financeiros	(175,3)	(164,7)	(226,9)	(203,7)	6,4%	-22,7%	-13,9%
EBT	(86,7)	(73,3)	(11,2)	(4.259,2)	18,2%	674,2%	-98,0%
Imposto de Renda	(4,5)	2,9	(26,6)	242,0	-253,8%	-83,1%	-101,9%
Participação de Minoritários	0,2	0,0	(1,3)	(2,7)	-	-	-
Resultado Líquido	(91,0)	(70,4)	(39,1)	(4.019,9)	29,2%	132,6%	-97,7%
<i>Margem Líquida</i>	-7,2%	-5,6%	-2,4%	-244,7%	-1,6 p,p	-4,8 p,p	237,5 p,p
Resultado Líquido ajustado	6,5	76,6	178,0	(642,7)	-91,5%	-96,4%	-101,0%
<i>Margem Líquida ajustada</i>	0,5%	6,1%	10,9%	-39,1%	-5,6 p,p	-10,4 p,p	39,6 p,p

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 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