

## COGNA (COGN3): Resultado do 2T21

### DRE melhor; A geração do fluxo de caixa livre permanece incerta

A Cogna divulgou os resultados do segundo trimestre, que mostraram tendências ligeiramente melhores na Kroton com seu EBITDA ajustado crescendo a/a e t/t), enquanto os segmentos de educação básica permaneceram afetados por margens pressionadas (em linha com a dinâmica do primeiro trimestre). Os resultados do 2º trimestre foram menos poluídos do que os últimos trimestres na DRE, mas o fluxo de caixa operacional foi fraco. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 1,3 bilhão (7,5% acima de nós; -5% a/a, prejudicada por uma queda de 11% na Kroton e 3% no Saber). Ao excluir R\$ 54 milhões em itens não recorrentes principalmente relacionados a custos de reestruturação, despesas de aquisições e indenizações, o EBITDA recorrente seria de R\$ 330 milhões (26% acima de nós; +173% a/a em base de comparação fácil; -10% t/t). O EBITDA contábil (IFRS 16) foi de R\$ 292 milhões (vs. -R\$ 139 milhões do 2T20, quando os resultados foram afetados por provisões extraordinárias). O prejuízo líquido contábil foi de R\$ 93 milhões (vs. prejuízo líquido de R\$ 454 milhões no 2T20), enquanto o prejuízo líquido ajustado foi de R\$ 20 milhões (vs. prejuízo líquido do 2T20 de R\$ 140 milhões). O fluxo de caixa operacional livre (após capex, mas antes das despesas financeiras) totalizou apenas R\$ 27 milhões (-83% t/t; -81% a/a).

### Kroton: O EBITDA ajustado cresceu 267% a/a para R \$ 354 milhões com menores provisões

Os resultados da Kroton apresentaram melhores tendências, mostrando margens operacionais mais altas, apesar da retração na receita líquida (-11% a/a). No segmento presencial, a receita líquida (46% da receita total da Cogna) despencou 21% a/a para R\$ 600 milhões, em uma base mais fraca de alunos (-29% a/a), mas parcialmente compensada por um ticket médio melhor. Além disso, as receitas de ensino à distância (25% da receita total da Cogna) cresceram 18% a/a, com expansão de 12% na base de alunos, combinada com aumento de ticket médio (+2,6%). Auxiliado por menores provisões (R\$ 169 milhões, queda de 65% a/a), menor despesas de marketing (-28% a/a) e os benefícios iniciais das iniciativas de reestruturação. O EBITDA da Kroton (sem eventos extraordinários) cresceu 267% a/a e 68% t/t para R\$ 354 milhões.

### Resultados fracos persistem no ensino básico; O EBITDA de Vasta foi negativo

Os resultados da Vasta foram novamente um destaque negativo, refletindo a redução contínua da base de alunos (devido à duração da pandemia e seus impactos nos estudantes de ensino básico), que impede a empresa de cumprir o seu guidance de 2021 para a receita anual contratada. A pior alavancagem operacional pressionou a lucratividade de Vasta. A divisão de negócios postou uma receita líquida de R\$ 141 milhões (aumento de 28% a/a), que foi positivo, refletindo o crescimento da receita em todas as divisões da Vasta (incluindo receitas de vendas de livros, até 112% a/a), mas sua base de alunos continuou a diminuir t/t (-165 mil alunos). Enquanto isso, seu EBITDA ajustado foi de R\$ 24 milhões (em linha conosco), refletindo maiores custos

BTG Pactual – Equity Research:

**Samuel Alves**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Yan Cesquim**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

**Marcel Zambello**

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Cogna ON (COGN3)

Data	13/08/2021
Ticker	COGN3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	3,5
Preço (R\$)	3,3
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.112,06
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	246,38

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	32,0x	19,6x
EV/EBITDA	9,9x	9,1x

#### Stock Performance:

Agosto (%)	-10,2%
LTM (%)	-54,5%



fixos, maiores despesas gerais e administrativas (com o aumento da estrutura administrativa após o IPO) e maior provisão. O desempenho da Saber também foi fraco, com a receita líquida (12% da receita geral da Cognia) caindo 3% a/a, prejudicado pelo Covid-19 (atingido por uma dinâmica semelhante à descrita na Vasta), enquanto seu EBITDA ajustado caiu para R\$ 12 milhões (-72,5% a/a), em uma pior alavancagem operacional.

### Fraca geração de fluxo de caixa livre no 2º trimestre; todos os olhos nas iniciativas de refinanciamento

O Capex totalizou R\$ 86 milhões, queda de 12% t/t e 4% a/a. Refletindo a pior dinâmica do capital de giro (dias de contas a receber se deterioraram t/t entre os alunos sem financiamento da Kroton, e também com FIES), o fluxo de caixa operacional livre do segundo trimestre após capex totalizou apenas R\$ 27 milhões (- 81% a/a; -83% t/t com o último trimestre beneficiado pelo adiantamentos de recebíveis de cartão de crédito). A dívida líquida (excluindo leasing) aumentou ligeiramente para R\$ 3,04 bilhões no 2T21 (de R\$ 2,91 bilhões no 1T21). Ao ajustar para provisões extraordinários contabilizados no ano passado, a dívida líquida/EBITDA ajustado atingiu 2,1x (vs. 1,9x no primeiro trimestre). Lembramos que a Cognia anunciou recentemente que concluiu com sucesso a negociação com os seus credores em relação aos limites de alavancagem. Os termos das debêntures estabelecem um limite da dívida de pelo menos 3x Dívida Líquida/EBITDA, que não pode ser violado por dois trimestres consecutivos ou até três trimestres alternados. Sob o acordo com os debenturistas, para efeito de cálculo do EBITDA ajustado dos últimos 12 meses, R\$ 644 milhões (R\$ 229 milhões no 2º trimestre e R\$ 415 milhões no 4º trimestre) decorrentes das provisões mencionados acima são considerados como um ajuste extraordinário e, portanto, não considerado para o cálculo do limite da dívida durante o período de 4T20 até o 3T21. Lembramos que a Cognia deve concluir a emissão de R\$ 1,4 bilhão em novas debêntures em breve, o que deve ser um passo importante para refinar seu endividamento de curto prazo.

### Ainda neutro; aguardando um ponto de inflexão na geração de fluxo de caixa livre

Permanecemos neutros em Cognia. Após o recente processo de reestruturação anunciado pela empresa, os resultados do segundo trimestre mostraram os primeiros sinais de recuperação fluindo através da DRE. Mas considerando o ambiente desafiador atual, preferimos permanecer à margem enquanto aguardamos um ponto de inflexão claro na geração de fluxo de caixa livre da empresa. Nós estamos inserindo os resultados trimestrais e o mais recente custo de capital do Brasil em nosso modelo, levando-nos a ter um novo preço-alvo em 2022 de R\$ 3,5 /ação (de R\$ 4/ação anteriormente).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	20,3	9,1	-31,1	3,4	4,5
EV/EBITDA	7,3	18,3	9,9	9,1	7,4
P/L	7,0	-7,3	32,0	19,6	14,6
Dividend Yield %	3,7	0,0	0,0	-0,8	0,1

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	7.029	5.899	5.417	5.245	5.934
EBITDA	2.357	690	1.289	1.370	1.664
Lucro Líquido	773	-845	192	313	421
LPA (R\$)	0,41	-0,45	0,10	0,17	0,22
DPA líquido (R\$)	0,10	0,00	0,00	-0,03	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-11.888	-6.496	-6.619	-6.352	-6.169

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\$ 3,27, em 12 de agosto de 2021.

## 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 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 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)