

## Cruzeiro do Sul (CSED3): Resultado do 2T21

### O EBITDA ajustado cresceu 7% t/t; boas notícias para o ciclo de admissão do segundo semestre

A Cruzeiro do Sul divulgou os resultados do segundo trimestre em linha com as nossas expectativas. Gostamos das notícias da empresa sobre o processo de admissão do segundo semestre, que está 80% concluído e apresenta (a partir de agora) expansão anual, incluindo no segmento presencial. Olhando para o 2T21, a Cruzeiro do Sul registrou receita líquida de R\$ 478 milhões (em linha conosco), estável t/t, prejudicado por uma contração na base de alunos no segmento presencial e descontos concedidos por decisões judiciais (R\$ 9 milhões na Unipe), que foi parcialmente compensado pela evolução no segmento EaD (+ 22% a/a) ajudado por uma base de comparação fácil (O 2T20 foi pressionado pela implantação de uma nova política de provisionamento), a maturação do novo modelo acadêmico, um maior mix de receitas para EaD e a integração de ativos recentemente adquiridos. O EBITDA expandiu 149% a/a para R\$ 125 milhões nesse trimestre. Ao excluir R\$ 8 milhões em itens não recorrentes (principalmente relacionado a fusões e iniciativas de reestruturação), o EBITDA ajustado (IFRS16) totalizou R\$ 133mn (em linha conosco), crescendo 50% a/a e 7% t/t, embora prejudicado pelos já mencionados R\$ 9 milhões em descontos judiciais e R\$ 10 milhões em bônus legalmente necessários. Como resultado, a margem EBITDA ajustada (IFRS16) totalizou 27,8% (+ 9,4 pontos base a/a mas com queda de 2 pontos base t/t). Excluindo o IFRS 16, o EBITDA ajustado (incluindo custos de aluguel) ainda expandiu bastante 57% a/a. Finalmente, a Cruzeiro do Sul reportou um lucro líquido contábil (IFRS16) de R\$ 28 milhões (vs. prejuízo líquido de R\$ 49 milhões no 2T20). Ao excluir a amortização intangível e os pequenos itens únicos mencionados acima, o lucro líquido ajustado sobe para R\$ 45 milhões (um pouco abaixo da nossa projeção de R\$ 53 milhões).

### Ticket médio caiu desta vez, mas não deve ser recorrente

No segundo trimestre, o tíquete médio presencial diminuiu 2% a/a, impactado negativamente pela postergação do ciclo de admissão. Em outras palavras, com o atraso em entradas (impulsionadas pela pandemia), os alunos pagaram menos faturas durante o primeiro semestre, reduzindo o ticket médio. Ao excluir este efeito negativo, o ticket médio no segmento presencial aumentou 4% a/a. Olhando para a divisão Ead (Ensino a distância), o tíquete médio diminuiu 3% a/a (ou aumentou 1,5% ao ajustar pelo efeito mencionado). Enquanto isso, como o segmento EaD continuou a registrar entradas durante o segundo trimestre, a base de alunos Ead do Cruzeiro aumentou para 229 mil alunos (de 223 mil no 1T21).

### Menor geração de fluxo de caixa no 2º trimestre; Balanço patrimonial permanece saudável

O fluxo de caixa operacional da Cruzeiro do Sul após capex foi de R\$ 90 milhões no 2º trimestre (-44% a/a), refletindo: (i) maior investimento de R\$ 23 milhões (vs. R\$ 6 milhões um ano atrás), impulsionado pela retomada dos projetos de investimento e manutenção que foram suspensos durante a pandemia; e (ii) rescisões de projetos de

#### 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)

#### Cruzeiro Edu (CSED3)

Data	17/08/2021
Ticker	CSED3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	9,9
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

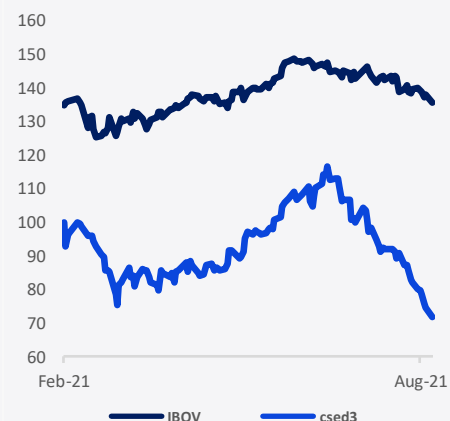
Market Cap. (RS mn)	3.452,22
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	8,00

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	11,0x	10,4x
EV/EBITDA	7,7x	6,9x

#### Stock Performance:

Agosto (%) -20,8%



orçamento base zero (principalmente no Braz Cubas e no Positivo), que combinado com outros efeitos produziu uma pior dinâmica de capital de giro. A dívida líquida do segundo trimestre (incluindo arrendamentos) foi de R\$ 1,64 bilhão (ou ainda um saudável ~ 0,8x Dívida Líquida/EBITDA ajustado dos últimos 12 meses), em comparação com R\$ 1,5 bilhão no 1T21 (também 0,8x).

### Cruzeiro do Sul é nossa melhor escolha em educação

Embora os resultados do 2º trimestre não tenham nos surpreendido, eles foram muito consistentes e os resultados da Cruzeiro do Sul foram sólidos, mostrando resiliência de margem, expansão anual do EBITDA e um balanço patrimonial ainda robusto. Acima de tudo, gostamos de saber que o ciclo de admissão do segundo semestre mostra indicadores positivos e uma recuperação no segmento presencial. Negociando em um valuation atraente (~ 10,5 x Preço/lucro ajustado em 2022), reiteramos nossa recomendação de compra na Cruzeiro do Sul, nossa escolha preferida em educação.

Valuation	12/2018	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	28,1	19,1	13,9	15,0	16,5
EV/EBITDA	12,0	10,1	9,9	7,7	6,9
P/L	21,8	21,2	20,0	11,0	10,4
Dividend Yield %	1,1	1,3	1,4	2,0	3,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
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\$ 9,90, em 16 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)