

COGNA (COGN3): Resultado do 3T21

O EBITDA ajustado caiu 29% t / t; números contábeis prejudicados em R\$ 223 milhões em eventos não recorrentes

A Cogna divulgou resultados em linha no terceiro trimestre, que apresentou uma contração t / t na DRE, pressionado por margens ainda fracas da Kroton (apesar de um melhor processo de captação) e EBITDA negativo em Vasta, enquanto vendas maiores para PNLD (programa de compras de livros didáticos do governo para escolas públicas) foi positiva. Os resultados do terceiro trimestre foram novamente afetados por itens não recorrentes. Mais precisamente, a empresa registrou receita líquida de R\$ 1,17 bilhão (1,5% acima de nós; -7% a / a, prejudicado pela queda nas receitas da Kroton e Vasta). Ao excluir R\$ 223 milhões em itens não recorrentes principalmente relacionados a impairment na Saber (R\$ 175 milhões relacionados ao ajuste de preço na venda das escolas de ensino básico da Cogna para a Eleva), custos de reestruturação, despesas de aquisições e indenizações trabalhistas, o EBITDA ajustado foi de R\$ 235 milhões (9% acima de nós; + 3% a / a; -29% t / t). O EBITDA contábil (IFRS 16) foi de apenas R\$ 60 milhões (vs. 3T20 - R\$ 610 milhões). O prejuízo líquido contábil totalizou R\$ 370 milhões (vs prejuízo líquido de R\$ 1,3 bilhão no 3T20), enquanto o prejuízo líquido ajustado foi de R \$ 122 milhões (vs. prejuízo líquido de R\$ 163 milhões no 3T20). O fluxo de caixa operacional livre (após capex, mas antes das despesas financeiras) não nos surpreendeu, totalizando apenas R\$ 193 milhões (+ 5% a/a).

Graduação (Kroton): Ciclo de admissão melhorou, mas compensado por pressões de preços

Os resultados da Kroton apresentaram um melhor ciclo de captação, mas a receita caiu com preços piores. Mais especificamente, a captação no presencial aumentou 24% a / a (em base de comparação fácil) para 32 mil alunos, enquanto a evasão também melhorou (10%, contra 19,5% um ano atrás), embora o ticket médio tenha queda de 15% a / a. Enquanto isso, a captação do EAD na graduação cresceu 40% a / a para 215 mil alunos, enquanto as evasões foram um pouco piores (17%, contra 16% um ano atrás) e o tiquete médio despencou 30% a / a. Refletindo esses números operacionais, a receita líquida caiu 13% a / a para R\$ 685 milhões. Além disso, com provisões menores (R\$ 117 milhões, queda de 43% a / a), despesas de marketing (-46% a / a) e os benefícios iniciais das iniciativas de reestruturação, o EBITDA da Kroton (sem não recorrentes) cresceu 15% a / a para R\$ 160 milhões, enquanto a margem EBITDA teve queda de 15p.p., impulsionada pelo retorno das atividades no presencial e custos proporcionalmente mais elevados.

Resultados fracos persistem no ensino básico; O EBITDA da Vasta foi negativo; ACV 2022 divulgado

Os resultados da Vasta foram novamente um destaque negativo, refletindo a redução constante na base de alunos, especialmente no segmento de não assinatura (com maior reutilização de livros didáticos). A receita líquida caiu 10% a / a para R\$ 127 milhões (receita de assinatura -9%; não assinatura com -13%). Prejudicado pela pior

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

Cogna ON (cogn3)

Data	12/11/2021
Ticker	cogn3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	3,0
Preço (R\$)	2,8
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	5.189,81
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	190,12

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	n.m	n.m
EV/EBITDA	9,5x	7,9x

Stock Performance:

Novembro (%)	11,7%
LTM (%)	-41,2%



alavancagem operacional, aprimoramento na estrutura corporativa, maiores provisões e baixas de custos editoriais (R\$ 20 milhões), o EBITDA foi de -R\$ 33 milhões (vs. + R\$ 10,6 milhões do ano passado). A Vasta falhou em entregar seu ACV de 2021 (de mais de 20% de crescimento), já que as receitas de assinatura caíram 7% no ciclo de 2021. Por sua vez, a Vasta divulgou seu ACV preliminar de 2022, que totalizou R\$ 888 milhões, o que representa um crescimento orgânico de 20% na receita de assinatura arrecadada neste ano. Ao incluir a Eleva (recentemente adquirida pela Vasta), espera-se que o ACV de 2022 alcance R\$ 974 milhões, + 32% vs. 2021 (o que está um pouco abaixo de nossas expectativas - estávamos assumindo crescimento de cerca de 40% incluindo fusões e aquisições). A Saber, (vendido recentemente para Eleva) teve prejuízo de R\$ 175 milhões. A receita líquida (13% da receita total) ficou estável a / a em R\$ 155 milhões, enquanto seu EBITDA ajustado (sem impairment) expandiu para R\$ 37 milhões (+ 22% a / a), com provisões menores.

Fluxo de caixa operacional (após capex) cresce 5% a / a; fluxo de caixa para o acionista foi negativo

O Capex totalizou R\$ 70 milhões, queda de 25% a / a. Auxiliado por uma melhor dinâmica de capital de giro (dias de contas a receber melhoraram t / t, ajudado pelos alunos sem financiamento de terceiros da Kroton). No 3º trimestre o fluxo de caixa livre operacional após capex totalizou R\$ 193 milhões (+ 5% a / a; mas muito melhor do que R\$ 27 milhões no segundo trimestre). Notamos, no entanto, que o fluxo de caixa para o acionista permaneceu negativo, em linha com os recentes trimestres (prejudicado por despesas financeiras ainda elevadas). A dívida líquida (excluindo leasing operacional) ficou praticamente estável em R\$ 2,99 bilhões no 3T21 (de R\$ 3,05 bilhões no 2T). Ao ajustar por provisões extraordinários contabilizados no ano passado, a alavancagem ficou em estável t / t em 2.1x Dívida Líquida/ EBITDA UDM.

Ainda neutro; esperando por um ponto de inflexão claro na geração de fluxo de caixa

Temos uma classificação neutra em Cogna principalmente porque o cenário para o segmento de graduação continua desafiador, dada a alavancagem operacional negativa da Kroton, enquanto a alta alavancagem financeira da Cogna deve continuar a pressionar a geração de fluxo de caixa para o acionista no curto prazo. Incluímos os recentes resultados e o mais recente custo de capital do Brasil em nosso modelo, levando a um novo preço-alvo em 2022 de R\$ 3 / ação (de R\$ 3,5 / ação anteriormente).

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	20.3	9.1	-31.1	0.8	3.2
EV/EBITDA	7.0	17.0	9.1	9.5	7.9
P/L	5.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Dividend Yield %	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	7,029	5,899	5,341	5,206	5,884
EBITDA	2,357	690	1,314	1,264	1,542
Lucro Líquido	773	-845	-203	-201	-116
LPA (R\$)	0.41	(0.45)	(0.11)	(0.11)	(0.06)
DPA líquido (R\$)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
Dívida Líquida/Caixa	-11,888	-6,496	-6,796	-6,838	-7,046

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\$ 2,77, em 12 de novembro 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