

Resultados trimestrais e Revisão de Preço

Cogna

2T20: a tempestade realmente chegou

Os resultados do 2T20 da Cognia vieram bastante aquém do esperado, devido aos fortes impactos da pandemia de Covid-19, principalmente no ensino superior presencial. O desempenho operacional consolidado das empresas do grupo foi impactado pela queda na receita e no resultado operacional da Kroton, da Vasta e de Outros Negócios, e parcialmente compensado pelo desempenho positivo da Saber e da Platos, que apresentaram melhora de eficiência operacional.

As provisões para crédito de liquidação duvidosa (PCLD) na Kroton vieram bem acima, em comparação ao 2T19 (+177,8%), em função de maior volume de pagamentos em atraso, com impacto bastante expressivo no EBITDA da companhia (-89,6% a/a). Na Vasta, a receita líquida sofreu impacto da pandemia na visão trimestral, com queda de 23,9% em função de maior evasão de alunos, mas apresentou crescimento no acumulado do semestre de +9,3% a/a. O desempenho de Outros Negócios foi afetado negativamente pela sazonalidade de receitas do PNLD (Programa Nacional do Livro Didático), além dos impactos da pandemia.

Destaques Financeiros - Cognia

R\$ Milhões	2T20	2T19	Var. a/a	1S20	1S19	Var. a/a
Receita Líquida	1.373	1.744	-21,3%	2.999	3.581	-16,2%
Lucro Bruto	1.032	1.277	-19,2%	2.152	2.686	-19,9%
Margem Bruta (%)	75,2	73,2	+2,0 p.p.	71,7	75,0	-3,3 p.p.
(-) Despesas com vendas, gerais e administrativas	-367	-360	+1,9%	-805	-756	+6,5%
(-) PCLD	-501	-187	+167,8%	-714	-398	+79,8%
(+) Juros sobre mensalidades	8	28	-71,3%	62	94	-34,3%
Resultado Operacional	174	759	-77,1%	695	1.628	-57,3%
EBITDA	-139	625	-	365	1.376	-73,4%
Margem EBITDA (%)	-10,2	35,8	-	12,2	38,4	-26,2 p.p.
Resultado Financeiro Líquido	-195	-219	-11,3%	-422	-423	-0,2%
Depreciação e Amortização	-290	-346	-16,1%	-579	-637	-9,1%
Impostos	172	81	113,2%	146	75	+95,6%
Lucro/Prejuízo Líquido	-455	140	-	-494	390	-
Margem Líquida (%)	-33,1	8,0	-	-16,5	10,9	-
Itens não recorrentes	315	127	147,6%	401	195	+105,0%
Lucro/Prejuízo Ajustado	-140	267	-	-93	585	-

O ano de 2020, que seria o último ano com os impactos de formaturas de alunos FIES, está ainda mais desafiador devido à pandemia e às mudanças de comportamento dos alunos de ensino superior, com o crescimento da adesão ao ensino à distância. A administração da Cognia acredita que essas mudanças serão estruturais, e não circunstanciais, o que exigirá uma reestruturação da Kroton, sobre a qual comentaremos mais adiante.

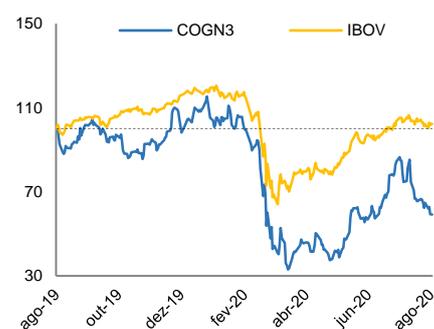
A representatividade da Kroton no total de receitas e no total do EBITDA consolidado da Cognia diminuiu, na comparação semestral. As unidades de ensino básico, Saber e Vasta, em sentido oposto, ganharam participação e relevância nos resultados, o que acreditamos que continuará sendo uma tendência para os próximos trimestres.

COGN3

Recomendação	Neutra
Preço-alvo - 2021E	7,00
Preço da ação - 21/08/2020	6,54
Potencial de Valorização	7,4%

Dados de Mercado

em 21/08/2020		
Valor de Mercado	R\$ milhões	12.260
Varição 1 mês	%	-30,4
Varição UDM	%	-41,3
Varição 2020	%	-46,4
Min. 52 sem.	R\$	3,66
Máx. 52 sem.	R\$	12,79



Fonte: Economática

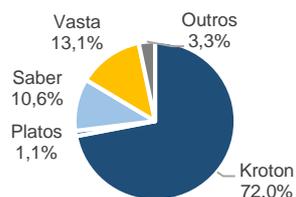
Múltiplos

	2020e	2021e	2022e
P/BV	0,7	0,7	0,7
P/E	-	111,1	33,3
LPA	R\$ -0,21	0,06	0,21
EV/EBITDA	15,2	11,4	9,6

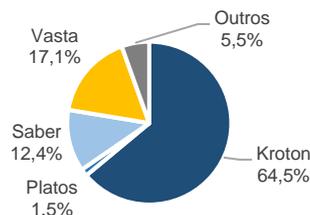
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br

Breakdown - Receita Líquida da Cognia (visão semestral)

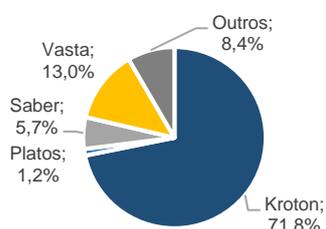
1S19



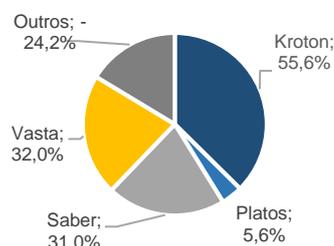
1S20


Breakdown - EBITDA da Cognia (visão semestral)

1S19



1S20



Desempenho econômico-financeiro. A receita líquida teve queda de 21,3% em relação ao 2T19, atingindo R\$ 1,4 bilhão, em razão (i) da queda da receita no ensino superior, (ii) de maior evasão dos alunos do ensino infantil e dos anos iniciais do ensino fundamental e (iii) à sazonalidade de receitas do PNLD.

O EBITDA do trimestre foi negativo em R\$ 139,5 milhões, em comparação a um EBITDA positivo de R\$ 266,7 milhões no 2T19, impactado por: (i) prejuízo com a venda da conta de garantia ("conta escrow") vinculada à aquisição da Somos; e (ii) maior PCLD no ensino superior pagante nos produtos de parcelamento privado (PEP/PMT).

A companhia apresentou prejuízo líquido de R\$ 454,8 milhões no 2T20, revertendo o lucro líquido de R\$ 139,6 milhões no 2T19, em razão dos motivos mencionados acima. Excluídos os efeitos: (i) da conta escrow; (ii) da amortização de intangíveis; e (iii) da mais valia de estoques, o prejuízo líquido ajustado foi de R\$ 139,9 milhões no 2T20.

Endividamento. A Cognia encerrou o 2T20 com endividamento líquido de cerca de R\$4,8 bilhões, sem considerar dívidas de arrendamento, representando pouco menos do que 3,0x a relação entre Dívida Líquida / EBITDA últimos 12 meses, patamar adequado para cumprimento de *covenants*. O endividamento possui perfil alongado e com vencimentos de curto prazo representando 15% do total.

Reestruturação na Kroton. A pandemia acelerou mudanças na digitalização do ensino. A administração da Cognia acredita que essas mudanças serão estruturais, pois os alunos do ensino superior passaram a enxergar maior valor à modalidade de ensino à distância, com cursos que podem entregar qualidade com menores custos e maior flexibilidade. A captação para os cursos presenciais, que foi prejudicada com a queda abrupta do FIES desde 2015, ficou ainda mais difícil em meio às medidas de isolamento social.

Assim, a Kroton passará por um processo de reestruturação do ensino superior presencial para se adequar à nova realidade do mercado pós-pandemia. Esta reestruturação inclui a redução de tamanho dos *campi* de graduação presencial (são 176 no total), renegociação de contratos e migração de portfólio para cursos mais *premium* (como medicina, odontologia, direito etc.). O foco é tornar a Kroton mais rentável, com maior geração de caixa, e menor exigência de capital ("*asset light*").

Além disso, o programa de Parcelamento Especial Privado (PEP/PMT) deixará de existir a partir de 2021 nos processos de captação de novos alunos. A oferta de cursos digitais será a alternativa à oferta de PEP. Consideramos este movimento como positivo, pois melhora a qualidade de recebíveis da companhia e, apesar dos cursos EAD possuírem menores valores de mensalidade, podem levar à maior conversão de caixa.

Dessa forma, diante de mudanças importantes no atual cenário da Cognia, revisamos nosso preço alvo de **COGN3** para **R\$ 7,00/ação** (de R\$ 8,00 anteriormente) para **2021E**, incorporando os resultados do 2T20 no modelo e atualizando as premissas dos principais indicadores operacionais. Além disso, alteramos a recomendação para **Neutra** (Compra anteriormente), dado que consideramos não haver *upside* relevante em relação ao preço corrente.

Apesar de ainda termos boas perspectivas de longo prazo para o setor de educação, tanto para o ensino superior quanto para o ensino básico privados, a inadimplência muito pior do que prevíamos para a Kroton, demonstrada pelo maior volume de provisões no 2T20, aliada à evasão de alunos da educação infantil e ensino fundamental nas escolas de ensino básico, tornam o cenário de 2020 e 2021 mais complexos para a Cognia.

A reestruturação da Kroton deve trazer impactos financeiros relevantes no curto prazo, apesar de ainda não termos visibilidade sobre a magnitude desses impactos, o que pode pressionar margens e o EBITDA da companhia de educação superior e, conseqüentemente, da Cognia. Por isso, acreditamos que a participação da Kroton no total de receitas e no EBITDA da holding deverá continuar caindo nos próximos anos. Em nossas estimativas, a receita líquida total da Cognia deve atingir R\$5,9 bilhões e R\$6,3 bilhões em 2020 e 2021, respectivamente, enquanto o EBITDA deve vir em R\$1,4 bilhão em 2020 e R\$1,9 bilhão em 2021.

O potencial de crescimento da Vasta é o principal *driver* positivo para os próximos anos. A companhia acabou de concluir a sua oferta inicial de ações (IPO, na sigla em inglês) na bolsa norte-americana Nasdaq, e utilizará parte dos recursos captados para aquisições de startups que complementem as soluções já oferecidas em sua plataforma de serviços às escolas. A Vasta adicionou 767 escolas ao seu portfólio de clientes de conteúdo principal no 2T20, acréscimo de 23% em comparação ao 2T19. A quantidade de alunos matriculados nas escolas com contrato atingiu 1,3 milhão, crescimento de 4,2% em relação ao 2T19.

Riscos à nossa tese de investimento. Optamos por estimativas conservadoras, em linha com os resultados do 2T20, até que tenhamos maior visibilidade sobre os impactos da reestruturação do ensino superior presencial. Os riscos à nossa tese de investimentos incluem: (i) evasão e inadimplência maiores do que esperados, principalmente em 2020 e 2021; (ii) recuperação mais lenta do mercado de trabalho; (iii) perda de *market share* do EAD devido à maior competição no segmento; e (iv) crescimento da Vasta aquém do esperado no médio prazo.

Valuation. Nosso preço alvo deriva de um método de fluxo de caixa descontado em termos nominais, com uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 5,0% e um WACC de 12,6%.

Valor da Empresa		Premissas Valuation	
R\$ milhões	21.472	Beta	1,3
VP do FCFF	9.892	WACC	12,6%
VP do Valor Terminal	11.580	D/(D+E)	40%
Dívida Líquida	-8.382	Taxa Livre de Risco	1,9%
Valor para o Acionista	13.090	Prêmio de Mercado	7,5%
Número de Ações (mi)	1.869	Crescimento Perpetuidade	5,0%
Preço-alvo (R\$)	7,00		

Destaques Financeiros

R\$ milhões	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Receita Líquida	6.061	7.027	5.990	6.302	6.737
Lucro Bruto	4.818	4.984	4.167	4.385	4.704
Margem Bruta (%)	79,5	70,9	69,6	69,6	69,8
EBIT	1.245	1.017	385	783	1.055
EBITDA	1.924	2.422	1.417	1.887	2.255
Margem EBITDA (%)	31,8	34,5	23,7	29,9	33,5
Resultado Financeiro	-68	-833	-871	-662	-650
Lucro / Prejuízo Líquido	1.190	243	-388	119	395
Margem Líquida (%)	19,6	3,5	-6,5	1,9	5,9

DRE

<i>R\$ milhões</i>	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Receita Líquida	6.061	7.027	5.990	6.302	6.737
Custos	-1.243	-2.043	-1.823	-1.917	-2.032
Lucro Bruto	4.818	4.982	4.167	4.385	4.704
Margem Bruta (%)	79,5	70,9	69,6	69,6	69,8
Despesas com vendas, gerais e administrativas	-1.201	-1.439	-1.419	-1.440	-1.521
PCLD	-680	-910	-1.123	-920	-763
Juros sobre mensalidades	203	207	192	140	131
Resultado Operacional	3.140	2.842	1.817	2.165	2.552
Despesas Corporativas	-274	-327	-264	-278	-297
EBITDA	2.483	2.422	1.417	1.887	2.255
Margem EBITDA (%)	41,0	34,5	23,7	29,9	33,5
Depreciação e Amortização	-816	-1.198	-1.031	-1.104	-1.200
Resultado Financeiro	-328	-1.041	-871	-662	-650
Impostos	13	58	97	-2	-9
Lucro Líquido	1.352	242	-388	119	395
Lucro Líquido Ajustado	1.511	772	13	119	395

Balanço Patrimonial

<i>R\$ milhões</i>	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
Ativo Total	31.949	34.118	36.224	36.096	36.211
Ativo Circulante	5.580	4.478	6.916	7.042	7.442
Caixa e equivalentes	2.584	826	3.481	3.516	3.773
Contas a receber	1.940	2.587	2.496	2.538	2.620
Ativo não circulante	2.918	3.263	3.325	3.434	3.555
Ativo permanente	23.451	26.377	25.984	25.620	25.214
Passivo Total	31.949	34.118	36.224	36.096	36.211
Passivo Circulante	2.565	2.751	2.518	2.585	2.678
Passivo não Circulante	11.911	15.533	15.703	15.418	15.138
Patrimônio Líquido	17.473	15.835	18.003	18.094	18.395

Fluxo de Caixa

<i>R\$ milhões</i>	2018a	2019a	2020e	2021e	2022e
EBIT	1.245	1.017	386	783	1.055
(-) Impostos	-423	-346	-131	-266	-359
NOPAT	822	671	255	517	696
(+) D&A	477	1.198	1.031	1.104	1.200
(-) Capex	-865	-643	-429	-514	-549
(-) Capital de Giro	-266	-671	-27	1	-25
FCFF	167	554	830	1.107	1.321

Fonte: Cognia e BB Investimentos

Análise de Sensibilidade

g/WACC	Preço-Alvo 2021E				
	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
4,0%	7,8	7,0	6,2	5,6	5,0
4,5%	8,3	7,4	6,6	5,9	5,3
5,0%	8,9	7,9	7,0	6,2	5,6
5,5%	9,6	8,4	7,5	6,6	5,9
6,0%	10,4	9,1	8,0	7,1	6,3

Fonte: Cognia e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 - Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Melina Constantino	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 - O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor	Gerente Executivo
Francisco Augusto Lassalvia	Mário Perrone

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA	Análise de Empresas - Victor Penna
wesley.bernabe@bb.com.br	victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol	Óleo e Gás
Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br	Daniel Cobucci cobucci@bb.com.br

Agronegócios	Papel e Celulose
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br

Alimentos e Bebidas	Siderurgia e Mineração
Luciana Carvalho luciana_cvl@bb.com.br	Victor Penna victor.penna@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros	Transporte e Logística
Wesley Bernabé, CFA wesley.bernabe@bb.com.br	Renato Hallgren renatoh@bb.com.br

Utilities
Rafael Dias rafaeldias@bb.com.br

Bens de Capital	Varejo
Catherine Kiselar ckiselar@bb.com.br	Georgia Jorge georgiadaj@bb.com.br

Educação
Melina Constantino mconstantino@bb.com.br

Imobiliário
Kamila Oliveira kamila@bb.com.br

Macroeconomia e Estratégia de Mercado	Renda Fixa
Hamilton Moreira Alves hmoreira@bb.com.br	Renato Odo renato.odo@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA htomaz@bb.com.br	José Roberto dos Anjos robertodosanjos@bb.com.br
Richardí Ferreira richardi@bb.com.br	

Equipe de Vendas
Investidor Institucional bb.distribuicao@bb.com.br
Varejo acoes@bb.com.br
Head - João Carlos Floriano
Antonio de Lima Junior
Bruno Finotello
Cleber Yamasaki
Daniel Frazatti Gallina
Denise Rédua de Oliveira
Fabiana Regina
Fábio Caponi Bertoluci

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.

EC2N 1ER – London – UK

+44 (20) 7367 5800

Managing Director

Juliano Marcatto de Abreu +44 (20) 7367 5801

Deputy Managing Director

João Domingos Cicarini Junior +44 (20) 7367 5802

Head of Sales and Trading

Henrique Catarino +44 (20) 7367 5832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (20) 7367 5853

Melton Plummer +44 (20) 7367 5843

Tharcia Cassiano +44 (20) 7367 5851

Syndicate

Daniel Bridges +44 (20) 7367 5806

Trading

Bruno Fantasia +44 (20) 7367 5852

Gianpaolo Rivas +44 (20) 7367 5842

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor

New York City, NY 10022 - USA

(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Deputy Managing Director

Gabriel Cambuí Mesquita Santos +1 (407) 608 1778

ECM

Charles Langalis +1 (646) 845 3714

Nilton Jeronimo +1 (646) 845 3880

DCM

João Kloster +1 (646) 845 3717

Luciana Batista +1 (646) 845 3864

Head of Syndicate

Shinichiro Fukui +1 (646) 845 3865

Institutional Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845 3715

Fabio Frazão +1 (646) 845 3716

BB Securities Asia Pte Ltd - Singapore

6 Battery Road #11-02

Singapore, 049909

Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420 6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis, CFA +65 6420 6570

Institutional Sales

Zhao Hao, CFA +65 6420 6582