

Tom otimista mantido

Feedback da reunião com a gestão

Tivemos uma reunião produtiva com o CEO da Cognia, Roberto Valério, e o CFO Frederico Villa, na qual discutimos mais a fundo temas como: (i) a visão construtiva sobre o negócio principal de ensino superior; (ii) as perspectivas positivas de crescimento para Vasta e Saber; (iii) considerações sobre a nova regulação de EAD; e (iv) a estratégia de alocação de capital. De forma geral, a gestão manteve um tom otimista quanto à geração de fluxo de caixa e compartilhou uma visão positiva para 2025.

Crescimento razoável no ensino superior; foco nos cursos híbridos

Após ganharem relevância ao longo de 2024, os cursos híbridos continuam em evidência em 2025, com crescimento acima dos segmentos presencial e EAD puro. A gestão está construtiva quanto à demanda crescente por cursos híbridos, que deriva principalmente de soluções 100% EAD, mas também reflete o aumento da renda das famílias e uma mudança no comportamento do consumidor, com os alunos buscando alternativas mais acessíveis, porém com maior interação presencial. Com a aceleração dos cursos híbridos, crescimento nas captações presenciais, volumes estáveis no EAD e melhores taxas de retenção, a COGN se mostra confiante em alcançar crescimento de receita líquida entre um dígito médio a alto na Kroton.

Espaço para mais ganhos de eficiência

Com a taxa de ocupação atual em cerca de 55% (ainda abaixo da meta de 90-95%), a empresa deve atuar na otimização de espaço. A gestão destacou que 76% dos contratos de locação vencem entre 2027 e 2029, o que representa R\$230 milhões em contratos que poderão ser renegociados em breve (como referência, a COGN teve R\$401 milhões em despesas com aluguéis em 2024). A expectativa é que o capex permaneça relativamente estável em termos nominais nos próximos anos. Assim, os investimentos orgânicos como percentual da receita tendem a diminuir.

Valuation	2023	2024	2025E	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	4,6	5,5	6,2	7,2	8,2
EV/EBITDA	7,1	4,2	4,8	4,5	4,0
P/L	-21,9	7,5	14,4	8,7	6,2
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	1,7	2,9
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Receita	5.896	6.315	6.688	6.773	7.117
EBITDA	1.792	1.925	2.047	2.099	2.206
Lucro Líquido	-299	274	307	508	708
LPA (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DPA líquido (R\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
(Dívida Líquida)/Caixa	(6.113)	(5.980)	(5.494)	(4.988)	(4.488)

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no últimos preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 2,35 em 15 de Abril de Tuesday.

Rating

NEUTRO

Sumário

Ticker	COGN3
Preço Alvo (R\$)	1,65
Preço (R\$)	2,4
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	4.334,20
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	92,87
Atualização Preço-alvo	07/11/2024

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	14,4x	8,7x
EV/EBITDA	4,8x	4,5x

Performance:

Abril (%)	12,4%
LTM (%)	11,9%

Preço do ação (R\$)



Analistas

Samuel Alves

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Yan Cesquim

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Vasta e Saber devem crescer mais que Kroton

Na Vasta, a empresa espera crescimento de receita líquida entre um dígito médio a alto, impulsionado por ganhos de participação de mercado (especialmente nas regiões Norte e Nordeste), expansão do mercado, maturação da estratégia B2G e parcerias lucrativas em conteúdo complementar. Em relação à Saber, a visão de longo prazo permanece positiva, sobretudo pelos ganhos de participação no programa PNLD (livros didáticos para escolas públicas), embora a companhia reconheça que deve enfrentar uma base de comparação difícil neste ano, uma vez que os resultados de 2024 foram beneficiados por uma redução não recorrente em despesas variáveis. No mix de receita, o crescimento de Vasta e Saber deve reduzir a participação da Kroton nos resultados consolidados.

Considerações sobre regulação de EAD

Por ser um tema sensível para o governo, com potencial impacto das novas medidas, o cronograma para apresentação do novo marco regulatório do EAD já foi adiado duas vezes neste ano, e o momento da divulgação ainda é bastante incerto (apesar da data oficial estar marcada para 9 de maio). A gestão antecipa alguma turbulência com o possível maior nível de exigência regulatória e exigências maiores de atividades presenciais para certos cursos, mas acredita que isso pode favorecer a consolidação do setor e estabelecer parâmetros mais sólidos para a educação híbrida.

Alocação de capital: foco em desalavancagem e dividendos

A disciplina de capital segue como prioridade. Enquanto avança com a desalavancagem (buscando pré-pagamentos e oportunidades de redução de custo da dívida), a companhia deve manter o programa atual de recompra de ações e o pagamento de dividendos (após o lucro líquido positivo em 2024). No momento, a COGN deve priorizar dividendos em relação às recompras (inclusive na Vasta), mas a ideia é manter pelo menos o payout mínimo de 25%. Em relação a M&As, a empresa vê movimentos estratégicos e de pequeno porte como catalisadores de crescimento, especialmente via diversificação em novos segmentos.

Recomendação neutra mantida

Após reconhecer as melhorias recentes da companhia, elevamos a recomendação de Cogna no ano passado (de venda para neutra). No entanto, ainda vemos dúvidas quanto à sustentabilidade dos resultados recentes, já que muitos dos fatores que contribuíram para o desempenho de 2024 — como reversões de provisões, ganhos em disputas fiscais e forte arrecadação com o PNLD — não devem se repetir com a mesma intensidade. Além disso, o cenário macroeconômico segue desafiador, com a possibilidade de desaceleração da economia e inflação mais alta representando riscos relevantes. Por isso, mantemos nossa recomendação neutra.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco 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 contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou um resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação. O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

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