

Resultados do 4T25

EBITDA abaixo das nossas estimativas, pressionado por maiores despesas com consultoria

A Cruzeiro do Sul reportou resultados de 4T abaixo do esperado. Do lado positivo, a companhia entregou um desempenho sólido de receita líquida, com crescimento em seus segmentos mais importantes e expansão saudável do lucro bruto. No entanto, maiores despesas com consultoria acabaram pressionando a rentabilidade no trimestre. Mais especificamente, a receita líquida cresceu 13% a/a, para R\$749 milhões, 3% acima da nossa estimativa. A margem bruta expandiu 100 bps a/a, para 47,1%, levando o lucro bruto a crescer 16% a/a, para R\$353 milhões. Por outro lado, a companhia registrou despesas extraordinárias relacionadas a serviços de consultoria, o que levou a um EBITDA significativamente abaixo das nossas estimativas. Como consequência, o EBITDA ajustado caiu 9% a/a, para R\$148 milhões, 17% abaixo das nossas estimativas, com margem de 19,8%, ou 470 bps abaixo da nossa projeção. Menores despesas financeiras líquidas ajudaram a amenizar o impacto, com queda de 33% t/t. O lucro líquido ajustado, excluindo a reavaliação do valor justo de um ativo imobiliário, ficou em R\$21 milhões, abaixo da nossa projeção de R\$26 milhões. O lucro líquido reportado atingiu R\$35 milhões, ante prejuízo líquido de R\$10 milhões no 4T24.

Valuation	2023	2024	2025	2026E	2027E
RoIC (EBIT) %	12,2	13,6	18,4	20,6	22,8
EV/EBITDA	6,0	4,4	4,6	3,8	3,4
P/L	17,0	6,3	8,1	5,6	4,8
Dividend Yield %	4,3	5,1	6,2	9,6	13,4
Resumo Financeiro (R\$ milhões)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Receita	2.298	2.568	2.788	2.982	3.143
EBITDA	677	724	902	995	1.043
Lucro Líquido	116	186	279	392	458
LPA (R\$)	0,30	0,50	0,80	1,10	1,30
DPA Líquido (R\$)	0,20	0,20	0,40	0,60	0,80
(Dívida Líquida)/Caixa	(2.068)	(2.001)	(1.853)	(1.628)	(1.361)

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\$ 6,14 em 25 de março de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

Ticker	CSED3
Preço Alvo (R\$)	10,0
Preço (R\$)	6,1
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	2.238,29
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	2,82
Atualização Preço-alvo	20/01/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	5,6x	4,8x
EV/EBITDA	3,8x	3,4x

Performance:

Março (%)	-7,5%
LTM (%)	86,3%



Analistas

Samuel Alves
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Maria Resende
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Marcel Zambello
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Crescimento de dois dígitos na receita líquida; mix e retenção foram destaques

A receita de cursos presenciais subiu 13% a/a, para R\$513 milhões, apoiada por expansão de 4% a/a da base de alunos, para cerca de 165 mil, e por forte alta de 9% a/a no ticket médio, em grande parte impulsionada pelo mix, com maior participação de cursos de saúde. A retenção também melhorou, com alta de 1,2 p.p. a/a, e a taxa de matrícula atingiu 92%, ajudando a compensar uma captação mais fraca, com queda de 7% a/a. Dentro do presencial, os cursos de saúde seguiram como principal catalisador, com crescimento de 12% a/a, para R\$361 milhões, ou cerca de 70% da receita do segmento, apoiados pela expansão contínua em medicina. Em cursos online, a receita líquida cresceu 14% a/a, para R\$260 milhões, impulsionada por crescimento de 11% a/a da base de alunos, para cerca de 407 mil, e por alta de 3% a/a no ticket médio, refletindo maior participação de cursos híbridos, que passaram a representar 26% da base digital de alunos, alta de 2,1 p.p. a/a.

Maior capex e capital de giro pressionam a geração de caixa; alavancagem sobe para 0,9x

O capex aumentou para R\$47 milhões, alta de 35% a/a, refletindo investimentos concentrados em infraestrutura. Apesar das tendências operacionais sólidas a/a, a geração de caixa foi pressionada por maior consumo de capital de giro, com o prazo médio de recebimento aumentando em cerca de 3 dias, e pelo avanço do capex. Como resultado, a Cruzeiro reportou queima operacional de caixa após capex de R\$2 milhões, ante geração de R\$40 milhões no 4T24. Combinado com cerca de R\$100 milhões em pagamento de dividendos no trimestre, a dívida líquida aumentou R\$133 milhões t/t, para R\$605 milhões, com a relação dívida líquida/EBITDA subindo para 0,9x, ante 0,7x no trimestre anterior.

Seguimos com recomendação de Compra, mas o 4T ficou abaixo do seu potencial

De forma geral, acreditamos que a Cruzeiro do Sul entregou uma receita líquida sólida, o que reforça nossa visão de que a estratégia da companhia está funcionando e provavelmente terá com resultado ganho de participação de mercado. Ainda assim, o 4T acabou sendo um trimestre mais fraco, especialmente em termos relativos frente aos pares, diante das maiores despesas com consultoria. Esperamos que essas despesas sejam majoritariamente não recorrentes daqui para frente, e não acreditamos que devam comprometer a sólida trajetória de fluxo de caixa que seguimos antecipando para a ação. Estimamos yield de fluxo de caixa de 19% em 2026. Mantemos nossa recomendação de compra.

Tabela 1: Resultados do 4T25

DRE, IFRS 16, R\$ milhões	4T25A	4T25E	4T24A	3T25A	A/E	A/A	T/T
Receita líquida	749,1	723,8	662,7	694,2	3,5%	13,0%	7,9%
CPV	(396,6)	(381,6)	(357,7)	(320,6)	3,9%	10,9%	23,7%
Lucro bruto	352,5	342,3	305,0	373,5	3,0%	15,6%	-5,6%
<i>Margem bruta</i>	47,1%	47,3%	46,0%	53,8%	-0,2 p,p	1,0 p,p	-6,8 p,p
Custos de vendas, gerais e administrativos	(273,9)	(230,3)	(234,3)	(162,0)	19,0%	16,9%	69,1%
<i>Como % da receita líquida</i>	-36,6%	-31,8%	-35,4%	-23,3%	-4,8 p,p	-1,2 p,p	-13,2 p,p
Custos de vendas, gerais e administrativos	(178,2)	(141,1)	(128,7)	(149,2)	26,2%	38,5%	19,4%
Depreciação e amortização	(35,8)	(32,7)	(32,7)	(33,5)	9,4%	9,5%	6,8%
PCLD	(69,5)	(65,1)	(83,6)	11,4	6,7%	-16,9%	-
Outras receitas (despesas) operacionais	9,5	8,7	10,6	9,2	9,1%	-10,8%	2,5%
EBIT	78,5	112,0	70,7	211,5	-29,9%	11,0%	-62,9%
Depreciação	69,2	65,4	64,7	66,7	5,9%	7,1%	3,8%
EBITDA	147,8	177,3	135,4	278,2	-16,7%	9,1%	-46,9%
<i>Margem EBITDA</i>	19,7%	24,5%	20,4%	40,1%	-4,8 p,p	-0,7 p,p	-20,4 p,p
Itens não recorrentes	0,3	0,0	26,9	0,0	-	-	-
EBITDA ajustado	148,0	177,3	162,2	278,2	-16,5%	-8,8%	-46,8%
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	19,8%	24,5%	24,5%	40,1%	-4,7 p,p	-4,7 p,p	-20,3 p,p
Resultado financeiro	(63,7)	(84,8)	(80,8)	(95,2)	-24,9%	-21,1%	-33,1%
Lucro antes dos impostos	14,9	27,2	(10,0)	116,3	-45,4%	-	-87,2%
Imposto de renda e contribuição social	19,7	(0,8)	0,2	(3,1)	-	-	-
Lucro líquido	34,5	26,4	(9,8)	113,2	30,8%	-	-69,5%
<i>Margem líquida</i>	4,6%	3,6%	-1,5%	16,3%	1,0 p,p	6,1 p,p	-11,7 p,p
Itens não recorrentes	(13,9)	0,0	26,9	0,0	-	-	-
Lucro líquido ajustado	20,7	26,4	17,0	113,2	-21,7%	21,4%	-81,7%
<hr/>							
Abertura de receita, R\$ milhões	4T25A	4T25E	4T24A	3T25A	A/E	A/A	T/T
Receita líquida, líquida de descontos	774,8	750,9	686,4	719,8	3,2%	12,9%	7,6%
Presencial	512,6	491,3	454,8	477,5	4,4%	12,7%	7,4%
Ensino à distância	259,9	255,3	228,0	238,3	1,8%	14,0%	9,1%
Outros	2,2	4,3	3,6	4,0	-49,0%	-38,8%	-44,6%
Como % do total	100%	100%	100%	100%	-	-	-
Presencial	66%	65%	66%	66%	-	-	-
Ensino à distância	34%	34%	33%	33%	-	-	-
Outros	0%	1%	1%	1%	-	-	-

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Resultados do 4T25 - Financeiro

Financeiro, R\$ milhões	4T25A	4T25E	4T24A	3T25A	A/E	A/A	T/T
Capex orgânico	46,7	50,7	34,6	32,8	-7,8%	34,9%	42,4%
<i>Como % da receita líquida</i>	6,2%	7,0%	5,2%	4,7%	-0,8 p,p	1,0 p,p	1,5 p,p
Dividendos, recompras e juros sobre o capital próprio	(100,0)	(100,0)	0,0	0,0	-	-	-
Dívida líquida, ex-leasing (CSED)	605,4	710,9	774,0	472,2	-14,8%	-21,8%	28,2%
Empréstimos e financiamentos	1.364,5	1.264,1	1.023,4	1.264,1	7,9%	33,3%	7,9%
Passivos de M&A	49,1	47,7	306,0	47,7	2,9%	-84,0%	2,9%
Caixa	808,2	600,9	555,3	839,6	34,5%	45,5%	-3,7%
Dívida líquida/EBITDA ajustado	0,9x	-	1,4x	0,7x	-	-35,7%	28,6%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 3: Resultados do 4T25 - Operacional

Indicadores operacionais							
Presencial	4T25A	4T25E	4T24A	3T25A	A/E	A/A	T/T
Base de alunos, final do período (´000)	165,2	164,4	159,1	168,9	0,5%	3,9%	-2,2%
Número de campi	28	28	28	28	0,0%	0,0%	0,0%
Número de alunos por campus	5.899,6	5.869,6	5.680,9	6.032,5	0,5%	3,9%	-2,2%
Ensino à distância	4T25A	4T25E	4T24A	3T25A	A/E	A/A	T/T
Base de alunos, final do período (´000)	406,8	400,5	367,3	405,7	1,6%	10,7%	0,3%
Número de polos	1.564	1.572	1.672	1.570	-0,5%	-6,5%	-0,4%
Número de alunos por polo	260,1	254,7	219,7	258,4	2,1%	18,4%	0,7%

Fonte: Empresa e BTG Pactual

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, conseqüentemente, 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 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