

## Resultados do 1T26

### EBITDA ajustado caiu 2% a/a devido a maiores despesas com pessoal e tecnologia

A Cruzeiro do Sul reportou um primeiro trimestre fraco, com receita líquida praticamente em linha com nossas estimativas, mas EBITDA e margens abaixo do esperado. A receita líquida cresceu 5% a/a para R\$702 milhões, sustentada pelo crescimento dos tickets tanto no presencial quanto no digital/híbrido, apesar de uma base menor de alunos. O lucro bruto avançou 5% a/a para R\$372 milhões, com margem bruta subindo 44bps a/a para 53,0%. Entretanto, os custos de vendas, gerais e administrativos ficaram 33% acima das nossas estimativas, impulsionados principalmente por impacto não recorrente de R\$37 milhões relacionado à nova metodologia de reconhecimento de provisões, além de maiores despesas com pessoal e tecnologia. Como resultado, o EBITDA reportado caiu 16% a/a para R\$210 milhões. Ajustando o efeito das provisões, o EBITDA teria atingido R\$248 milhões, ainda 5% abaixo das nossas estimativas e com queda de 2% a/a, resultando em margem de 35,3%, 200bps abaixo da nossa projeção e queda de 220bps a/a. Um resultado financeiro melhor do que o esperado compensou parcialmente os resultados operacionais fracos, com lucro líquido ajustado de R\$100 milhões, alta de 14% a/a, mas ainda 6% abaixo das nossas estimativas. O lucro líquido reportado ficou em R\$61 milhões, queda de 29% a/a versus R\$86 milhões no primeiro trimestre de 2025.

Valuation	2023	2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	12,2	13,6	17,9	18,1	19,1
EV/EBITDA	6,0	4,4	4,6	4,0	3,6
P/L	17,0	6,3	8,0	5,6	5,0
Dividend Yield %	4,3	5,1	7,8	9,2	10,8

  

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	2023	2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	2.298	2.568	2.836	2.865	2.930
EBITDA	677	724	878	848	893
Lucro Líquido	116	186	284	333	366
LPA (R\$)	0,30	0,50	0,80	0,90	1,00
DPA Líquido (R\$)	0,20	0,20	0,50	0,50	0,60
Dívida Líquida/Caixa	(2.068)	(2.001)	(1.756)	(1.524)	(1.382)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 12 de maio de 2026.

### Rating **COMPRA**

Sumário	
Ticker	CSED3
Preço Alvo (R\$)	7,5
Preço (R\$)	5,1
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	1848,23
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	3,02
Última atualização do preço-alvo	12-mai-26

Valuation:		
	2026E	2027E
P/L	8,0x	5,6x
EV/EBITDA	4,6x	4,0x

Performance:	
Maio (%)	-5,8%
LTM (%)	36,6%



### 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.

**Volumes de alunos caíram; tickets e retenção ajudaram a compensar**

A receita líquida do presencial cresceu 3% a/a para R\$494 milhões, 2% abaixo das nossas estimativas, apoiada por aumento de 5% a/a no ticket médio, impulsionado por estratégia de maximização de valor e mix mais favorável de cursos relacionados à saúde, parcialmente compensado por queda de 2% a/a na base de alunos de graduação. A retenção voltou a melhorar, com a taxa de rematrícula atingindo 91%, alta de 1,4 p.p. a/a, ajudando a compensar a captação mais fraca, com queda de 13% a/a, impactada por ajustes de portfólio e reposicionamento de marca e preços. No digital/híbrido, a receita líquida cresceu 7% a/a para R\$229 milhões, 6% acima das nossas estimativas, com ticket médio subindo 15% a/a, apoiado por maior penetração do híbrido, que passou a representar 19% da base digital, alta de 6,6 p.p. a/a. Ainda assim, a base de alunos caiu 4% a/a e a captação recuou 28% a/a, pressionada pelo novo marco regulatório e pela redução da oferta de cursos digitais. Excluindo cursos impactados por formatos descontinuados, a captação teria crescido 4% a/a, sugerindo portfólio mais resiliente nas modalidades não afetadas.

**Fluxo de caixa caiu a/a devido ao capital de giro; alavancagem estável t/t**

O fluxo de caixa para o acionista, após capex, arrendamento e despesas financeiras, permaneceu positivo em R\$143 milhões, mas caiu 37% a/a, refletindo principalmente maior consumo de capital de giro, com menor desconto de recebíveis e prazo médio de recebimento aumentando 6 dias a/a, além de uma base de comparação mais difícil, uma vez que o primeiro trimestre de 2025 foi beneficiado por monetização de R\$42 milhões em ativos indenizáveis. O capex caiu para R\$10 milhões, equivalente a 1,5% da receita líquida, refletindo parcialmente a reclassificação de alguns investimentos em tecnologia de capex para despesas operacionais. Ainda assim, a dívida líquida caiu R\$112 milhões t/t para R\$493 milhões, com dívida líquida/EBITDA ajustado praticamente estável em 0,8x, versus 0,9x no quarto trimestre de 2025.

**Seguimos com recomendação de COMPRA; geração de fluxo de caixa e dividendos sustentam a tese**

No geral, a Cruzeiro reportou um trimestre fraco, com receita líquida resiliente, mas margens ajustadas mais fracas e menor geração de fluxo de caixa a/a. O resultado nos deixa mais cautelosos em relação à sustentabilidade das margens sob o novo marco regulatório, especialmente porque despesas com pessoal e tecnologia podem continuar gerando aumento dos custos operacionais nos próximos trimestres. Ainda assim, a companhia reduziu a dívida líquida, manteve alavancagem confortável e segue se destacando como uma das teses mais fortes de geração de fluxo de caixa e dividendos dentro da nossa cobertura, com yield de geração de fluxo de caixa de aproximadamente 25% em 2026. Dessa forma, mantemos nossa recomendação de COMPRA. Após incorporar os resultados do trimestre ao nosso modelo, nosso novo preço-alvo para o fim de 2026 passou para R\$7,50 por ação, versus R\$10,00 anteriormente.

**Tabela 1: Resultados do 1T26**

DRE, IFRS 16, R\$ milhões	1T26A	1T26E	1T25A	4T25A	A/E	A/A	T/T
<b>Receita líquida</b>	<b>702,0</b>	<b>702,0</b>	<b>671,7</b>	<b>749,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-6,3%</b>
CPV	(329,8)	(329,8)	(318,5)	(396,7)	0,0%	3,5%	-16,9%
<b>Lucro bruto</b>	<b>372,1</b>	<b>372,1</b>	<b>353,2</b>	<b>352,6</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>
<i>Margem bruta</i>	53,0%	53,0%	52,6%	47,1%	0,0 p,p	0,4 p,p	6,0 p,p
<b>Custos de vendas, gerais e administrativos</b>	<b>(229,7)</b>	<b>(229,7)</b>	<b>(168,2)</b>	<b>(273,8)</b>	<b>0,0%</b>	<b>36,6%</b>	<b>-16,1%</b>
<i>Como % da receita líquida</i>	-32,7%	-32,7%	-25,0%	-36,5%	0,0 p,p	-7,7 p,p	3,8 p,p
Custos de vendas, gerais e administrativos	(169,4)	(169,4)	(150,4)	(178,1)	0,0%	12,6%	-4,9%
Depreciação e amortização	(33,4)	(33,4)	(33,0)	(35,8)	0,0%	1,3%	-6,5%
PCLD	(29,0)	(29,0)	9,2	(69,5)	0,0%	-414,9%	-
Outras receitas (despesas) operacionais	2,2	2,2	6,0	9,5	0,0%	-64,1%	-77,2%
<b>EBIT</b>	<b>142,4</b>	<b>142,4</b>	<b>185,0</b>	<b>78,7</b>	<b>0,0%</b>	<b>-23,0%</b>	<b>80,9%</b>
Depreciação	66,7	66,7	65,5	69,2	0,0%	1,8%	-3,6%
<b>EBITDA</b>	<b>209,1</b>	<b>209,1</b>	<b>250,5</b>	<b>148,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>41,3%</b>
<i>Margem EBITDA</i>	29,8%	29,8%	37,3%	19,7%	0,0 p,p	-7,5 p,p	10,0 p,p
Itens não recorrentes	38,4	38,4	0,9	0,3	-	-	-
<b>EBITDA ajustado (BTG)</b>	<b>247,5</b>	<b>247,5</b>	<b>251,4</b>	<b>148,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>67,0%</b>
<i>Margem EBITDA ajustada</i>	35,3%	35,3%	37,4%	19,8%	0,0 p,p	-2,2 p,p	15,5 p,p
Resultado financeiro	(76,8)	(76,8)	(93,2)	(63,0)	0,0%	-17,6%	21,9%
<b>EBT</b>	<b>65,6</b>	<b>65,6</b>	<b>91,8</b>	<b>15,7</b>	<b>0,0%</b>	<b>-28,5%</b>	<b>-</b>
Imposto de renda	(4,2)	(4,2)	(5,4)	19,7	-	-	-
<b>Lucro líquido</b>	<b>61,5</b>	<b>61,5</b>	<b>86,4</b>	<b>35,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>-28,8%</b>	<b>73,6%</b>
<i>Margem líquida</i>	8,8%	8,8%	12,9%	4,7%	0,0 p,p	-4,1 p,p	4,0 p,p
Itens não recorrentes	38,4	38,4	0,9	0,3	-	-	-
<b>Lucro líquido ajustado</b>	<b>99,9</b>	<b>99,8</b>	<b>87,2</b>	<b>35,7</b>	<b>0,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>179,7%</b>

Abertura da receita líquida, R\$ milhões	1T26A	1T26E	1T25A	4T25A	A/E	A/A	T/T
<b>Receita líquida de descontos</b>	<b>725,5</b>	<b>725,5</b>	<b>696,1</b>	<b>775,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>-6,4%</b>
Presencial	493,9	493,9	480,3	512,6	0,0%	2,8%	-3,7%
Digital	228,6	228,6	212,8	259,9	0,0%	7,4%	-12,0%
Outros	3,0	3,0	3,0	2,4	0,0%	-0,1%	24,7%
<b>Como % do total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	-	-	-
Presencial	68%	68%	69%	66%	-	-	-
Digital	32%	32%	31%	34%	-	-	-
Outros	0%	0%	0%	0%	-	-	-

Fonte: Companhia e BTG Pactual

**Tabela 2: Resultados do 1T26 – Operacional**

Dados financeiros, R\$ milhões	1T26A	1T26E	1T25A	4T25A	A/E	A/A	T/T
<b>Capex orgânico</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>12,2</b>	<b>46,7</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-16,7%</b>	<b>-78,2%</b>
<i>Como % da receita líquida</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>0,0 p,p</i>	<i>-0,4 p,p</i>	<i>-4,8 p,p</i>
<b>Dividends, buybacks and IoE</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>(100,0)</b>	-	-	-
<b>Dividendos, recompra de ações e juros sobre</b>	<b>492,9</b>	<b>492,9</b>	<b>573,8</b>	<b>605,4</b>	<b>0,0%</b>	<b>-14,1%</b>	<b>-18,6%</b>
Empréstimos e financiamentos	1.391,0	1.391,0	1.322,5	1.364,5	0,0%	5,2%	1,9%
Contas a pagar de M&A	32,8	32,8	63,9	49,1	-0,1%	-48,8%	-33,3%
Caixa	930,8	930,8	812,7	808,2	0,0%	14,5%	15,2%
<b>Dívida líquida/EBITDA ajustado</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,8x</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>4,4%</b>	<b>-16,0%</b>	<b>-13,9%</b>

**Métricas operacionais**

Presencial	1T26A	1T26E	1T25A	4T25A	A/E	A/A	T/T
<b>Base de alunos no fim do período (mil)</b>	<b>176,8</b>	<b>176,8</b>	<b>179,6</b>	<b>165,2</b>	<b>-0,0%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>7,0%</b>
# of campi	28	28	28	28	0,0%	0,0%	0,0%
# of student/campus	6.315,0	6.315,6	6.414,0	5.900,3	-0,0%	-1,5%	7,0%
Digital	1T26A	1T26E	1T25A	4T25A	A/E	A/A	T/T
<b>Base de alunos no fim do período (mil)</b>	<b>377,4</b>	<b>377,4</b>	<b>400,8</b>	<b>406,8</b>	<b>-0,0%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>-7,2%</b>
Número de polos digitais	1.515	1.515	1.590	1.564	0,0%	-4,7%	-3,1%
Número de alunos/campus	249,1	249,1	252,1	260,1	-0,0%	-1,2%	-4,2%

Fonte: Companhia 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)