

Resultados do 2T26

Resultados Decentes no 2T26; Lucro Líquido 16% Acima das Nossas Estimativas

Após um conjunto fraco de resultados no 1T, a Cruzeiro do Sul, desta vez, reportou resultados do 2T melhores do que o esperado, com boa expansão da receita, mix de segmentos melhor e expansão de margens operacionais. Mais precisamente, a companhia reportou receita líquida de R\$780 milhões, crescimento de 8% a/a, 5% acima das nossas estimativas. O lucro bruto cresceu 10% a/a, para R\$402 milhões, resultando em margem bruta de 51,5%, 80 pontos-base superior a/a, principalmente devido à melhor alavancagem operacional e ao mix superior de cursos da área de saúde. O EBITDA ajustado cresceu 15% a/a, para R\$232 milhões, resultando em margem EBITDA de 30%, expansão de 200 pontos-base a/a. Após a contração de margem observada no 1T, notamos que, sob a mesma metodologia e ajustando pela nova metodologia de provisões, a margem EBITDA ajustada ficou praticamente estável no primeiro semestre de 2026 na comparação a/a. O EBITDA ajustado cresceu 7% a/a no primeiro semestre, em nossa visão uma conquista razoável, considerando-se tudo. Refletindo uma queda de 23% nas despesas financeiras líquidas, o lucro líquido totalizou R\$101 milhões, 16% acima das nossas estimativas. Vemos os resultados do 2T de forma positiva.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	12,2	13,6	17,9	18,5	20,1
EV/EBITDA	6,0	4,4	4,6	3,5	3,0
P/L	17,0	6,3	8,0	4,4	4,0
Dividend Yield Líquido %	4,3	5,1	7,8	11,2	13,7
Financeiro (R\$m)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita (R\$m)	2.298	2.568	2.836	2.917	2.995
EBITDA (R\$m)	677	724	878	864	912
Lucro Líquido (R\$m)	116	186	284	348	384
LPA (R\$)	0,31	0,51	0,78	0,95	1,05
DPA Líquido (R\$)	0,23	0,16	0,49	0,47	0,57
Dívida Líquida/Caixa (R\$m)	(2.068)	(2.001)	(1.756)	(1.509)	(1.219)

Fonte: relatórios da empresa e estimativas do BTG Pactual. Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 12 de agosto de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

Ticker	CSED3
Preço Alvo (R\$)	7,5
Preço (R\$)	4,2
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R\$ mn)	1.520,14
Vol. Méd. 12M (R\$ mn)	2,94
Atualização Preço-alvo	12/05/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	4,4x	4,0x
EV/EBITDA	3,5x	3,0x

Performance:

Agosto (%)	-7,3%
LTM (%)	-8,1%



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.

Tickets e Retenção Compensam Volumes Mais Fracos; Mix Híbrido Sustenta o Digital

(i) A receita presencial cresceu 9% a/a, para R\$536 milhões, uma vez que o aumento de 9% a/a no ticket médio (estratégia de maximização de valor e um mix melhor de cursos da área de saúde) mais do que compensou a queda de 1% na base de alunos. A retenção seguiu como suporte favorável, com a taxa de rematrícula atingindo 91% (+130 pontos-base a/a), ajudando a amortecer uma captação de alunos mais fraca (-11% a/a), ainda impactada por ajustes de portfólio e reposicionamento de marca. Os programas da área de saúde seguiram sendo o principal catalisador de crescimento dentro do presencial, com receita 11% maior a/a, em R\$389 milhões (~73% da receita do segmento), sustentada por maior volume de alunos, melhor mix de preços e a adição de 50 vagas de medicina na Positivo. (ii) No segmento Digital + Híbrido, a receita cresceu 6% a/a, para R\$267 milhões, uma vez que o aumento de 13% a/a no ticket médio mais do que compensou a queda de 7% na base de alunos. A penetração do modelo híbrido aumentou para 19% da base digital (+7 p.p. a/a), enquanto a rematrícula atingiu um recorde de 80% (+200 pontos-base a/a). No consolidado, a captação de alunos caiu 30% a/a, mas, excluindo os cursos afetados pela migração de canal/descontinuação de formatos, o crescimento teria sido de 5% a/a.

Geração de Caixa Melhora na Comparação a/a; Dívida Líquida Sobe Moderadamente

O fluxo de caixa operacional após capex atingiu R\$74 milhões (vs. R\$9 milhões no 2T25), sustentado por melhor desempenho operacional, menor capex (-17% a/a) e uma saída de capital de giro menor. Após os juros pagos em caixa, o fluxo de caixa para o acionista (FCFE) foi positivo em R\$31 milhões (vs. -R\$20 milhões no 2T25). As contas a receber seguem sendo um ponto de atenção, no entanto, com o prazo médio de recebimento aumentando 5 dias a/a, para 40 dias, refletindo um menor desconto de recebíveis, enquanto os recebíveis líquidos cresceram 26% a/a. A dívida líquida aumentou moderadamente em R\$30 milhões t/t, para R\$523 milhões, apesar dos R\$77 milhões em dividendos pagos durante o trimestre, enquanto a alavancagem permaneceu estável t/t, em 0,8x dívida líquida/EBITDA ajustado dos últimos doze meses.

Ainda Uma Recomendação de Compra, Dada a Sólida Geração de Fluxo de Caixa

De forma geral, acreditamos que a Cruzeiro do Sul vem, até agora, navegando bem pela transição para o novo cenário regulatório. Vemos com bons olhos a boa retenção de alunos entregue pela companhia nos segmentos premium e o crescimento superior no híbrido, que ajudou a compensar a queda na base de alunos do ensino a distância. O melhor desempenho de receita também vem resultando em maior alavancagem operacional e, portanto, em melhores margens. Embora a companhia tenha baixo endividamento, ela continua gerando bastante caixa. Vemos com bons olhos a sólida geração de fluxo de caixa no primeiro semestre de 2026 (R\$174 milhões, ou um yield de fluxo de caixa anualizado de 23%), o que significa que a companhia deve atingir um yield de fluxo de caixa superior a 20% em 2026. Dessa forma, reiteramos nossa recomendação de Compra para o papel.

Tabela 1: Resultados Reportados vs. Esperados pelo BTGP para o 2T26 da Cruzeiro do Sul (Financeiro)

DRE, IFRS 16 – R\$ milhões	2T26A	2T26E	2T25A	1T26A	A/E	A/A	T/T
Receita líquida	780,3	744,3	721,1	702,0	4,8%	8,2%	11,2%
CPV	(378,3)	(360,8)	(355,6)	(329,8)	4,9%	6,4%	14,7%
Lucro bruto	402,0	383,5	365,5	372,1	4,8%	10,0%	8,0%
Margem bruta	51,5%	51,5%	50,7%	53,0%	0,0 p.p.	0,8 p.p.	-1,5 p.p.
Despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A)	(242,1)	(227,3)	(229,4)	(229,7)	6,5%	5,5%	5,4%
como % da receita líquida	-31,0%	-30,5%	-31,8%	-32,7%	-0,5 p.p.	0,8 p.p.	1,7 p.p.
Outras despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A)	(148,0)	(137,7)	(126,3)	(169,4)	7,5%	17,2%	-12,6%
Receitas e despesas de depreciação (D&A)	(40,2)	(31,6)	(32,5)	(33,4)	27,2%	23,7%	20,2%
PCLD (perda esperada para créditos de liquidação duvidosa)	(62,4)	(66,2)	(78,6)	(29,0)	-5,8%	-20,6%	-
Outras receitas (despesas) operacionais	8,5	8,3	8,0	2,2	2,9%	6,3%	292,6%
EBIT	159,9	156,2	136,1	142,4	2,3%	17,5%	12,3%
Depreciação	73,6	62,7	65,1	66,7	17,4%	13,0%	10,3%
EBITDA	233,5	218,9	201,2	209,1	6,7%	16,0%	11,6%
Margem EBITDA	29,9%	29,4%	27,9%	29,8%	0,5 p.p.	2,0 p.p.	0,1 p.p.
Despesas não recorrentes	(1,7)	0,0	0,0	38,4	-	-	-
EBITDA ajustado (BTGP)	231,8	218,9	201,2	247,5	5,9%	15,2%	-6,3%
Margem EBITDA ajustada	29,7%	29,4%	27,9%	35,3%	0,3 p.p.	1,8 p.p.	-5,6 p.p.
Resultado financeiro	(55,6)	(67,0)	(72,1)	(76,8)	-17,0%	-22,9%	-27,6%
EBT (lucro antes dos tributos)	104,3	89,3	63,9	65,6	16,8%	63,1%	-
Imposto de renda e contribuição social	(3,6)	(2,7)	(1,3)	(4,2)	-	-	-
Lucro líquido	100,7	86,6	62,6	61,5	16,3%	60,8%	63,8%
Margem líquida	12,9%	11,6%	8,7%	8,8%	1,3 p.p.	4,2 p.p.	4,1 p.p.
Não recorrente	0,0	0,0	0,0	38,4	-	-	-
Lucro líquido ajustado	100,7	86,6	62,6	99,8	16,3%	60,8%	0,9%
Margem líquida ajustada	12,9%	11,6%	8,7%	14,2%	1,3 p.p.	4,2 p.p.	0,9 p.p.

Composição da receita líquida, R\$ milhões	2T26A	2T26E	2T25A	1T26A	A/E	A/A	T/T
Receita líquida, líquida de descontos	802,6	768,9	747,7	725,5	4,4%	7,3%	10,6%
No local (on-site)	535,9	513,6	493,2	493,9	4,3%	8,7%	8,5%
DL (digital)	266,7	252,0	251,3	228,6	5,8%	6,1%	16,7%
Outros	0,0	3,3	3,2	3,0	-100,0%	-100,0%	-100,0%
Participação % do total	100%	100%	100%	100%	-	-	-
No local (on-site)	67%	67%	66%	68%	-	-	-
DL (digital)	33%	33%	34%	32%	-	-	-
Outros	0%	0%	0%	0%	-	-	-

Fonte: CS&D, BTGPactual.

Tabela 2: Resultados Reportados vs. Esperados pelo BTG para o 2T26 da Cruzeiro do Sul (Operacional)

Financeiro, R\$ milhões	2T26A	2T26E	2T25A	1T26A	A/E	A/A	T/T
Capex orgânico	22,3	40,9	26,9	10,2	-45,5%	-17,2%	117,8%
<i>como % da receita líquida</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,5%</i>	<i>3,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-2,6 p.p.</i>	<i>-0,9 p.p.</i>	<i>1,4 p.p.</i>
Dividendos, recompra de ações e IoE	77,0	85,2	77,0	0,0	-	-	-
Dívida líquida (ex-lease) (CSED)	523,2	519,1	672,6	493,0	0,8%	-22,2%	6,1%
Empréstimos e financiamentos	1.355,4	1.391,0	1.282,3	1.391,0	-2,6%	5,7%	-2,6%
Contas a pagar de aquisições (M&A)	33,7	32,8	46,3	32,8	2,8%	-27,2%	2,7%
Caixa e equivalentes de caixa	865,9	904,6	656,0	930,8	-4,3%	32,0%	-7,0%
Dívida líquida/EBITDA ajustado	0,8x	0,8x	1,1x	0,8x	5,2%	-27,3%	0,0%
Métricas operacionais							
No campus	2T26A	2T26E	2T25A	1T26A	A/E	A/A	T/T
Base de alunos, EoP ('000)	173,3	174,6	174,8	176,8	-0,7%	-0,8%	-2,0%
# de campi	28	28	28	28	0,0%	0,0%	0,0%
# de alunos por campus	6.189,1	6.235,2	6.242,0	6.315,6	-0,7%	-0,8%	-2,0%
Digital (DL)	2T26A	2T26E	2T25A	1T26A	A/E	A/A	T/T
Base de alunos, EoP ('000)	380,6	394,1	410,7	377,4	-3,4%	-7,3%	0,9%
# de centros digitais (DL)	1.388	1.515	1.655	1.515	-8,4%	-16,1%	-8,4%
# de alunos por campus	274,2	260,1	248,2	249,1	5,4%	10,5%	10,1%

Fonte: CSED, 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, 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 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