Cogna

BTG Pactual Equity Research
Educação

12 de Novembro de 2026

Resultados do 3T26

Resultados do 3T: EBITDA ajustado com queda de 24% a/a, em linha com as nossas expectativas

A Cogna reportou um conjunto fraco, mas amplamente em linha, de resultados do 3T, com a deterioração concentrada principalmente na DRE, enquanto a geração de fluxo de caixa livre foi o ponto positivo do trimestre. Mais precisamente, a receita líquida consolidada caiu 5% a/a, para R$1,44 bilhão, 3% abaixo das nossas expectativas. Excluindo R$26 milhões em custos de rescisão e despesas de M&A, parcialmente compensados por uma reversão de provisão de R$20 milhões, o EBITDA ajustado caiu 24% a/a, para R$320 milhões, amplamente em linha com a nossa estimativa, com contração de 560bps a/a das margens, para 22,2%. As despesas financeiras líquidas caíram 22% a/a, para R$152 milhões, 11% melhores que o esperado. O prejuízo líquido contábil atingiu R$37 milhões (vs. nossa projeção de prejuízo de R$76 milhões), enquanto o lucro líquido ajustado totalizou R$23 milhões (vs. nossa projeção de prejuízo de R$17 milhões), também beneficiado por uma linha de impostos mais favorável.

Kroton: captação fraca, mas EBITDA amplamente estável

A receita líquida da Kroton atingiu R$1,13 bilhão (-1% a/a; 3% abaixo da nossa estimativa), refletindo um ambiente de captação desafiador e a contínua pressão do novo marco regulatório. A captação total caiu 30% a/a, frente a uma base de comparação particularmente forte no 3T do ano passado, enquanto a base de alunos ao fim do período recuou 8% a/a. Do lado positivo, o ticket médio aumentou 7% a/a, sustentado por um melhor mix de alunos, com as bases de alunos presenciais e híbridos crescendo 5% e 3% a/a, respectivamente. O EBITDA ajustado totalizou R$368 milhões (-1% a/a; em linha com a nossa estimativa), com margens estáveis em 32,6%. Provisões menores (8,5% da receita, queda de 530bps a/a) e despesas de marketing menores ajudaram a compensar custos operacionais mais altos, associados ao maior peso do ensino presencial.

Valuation	12/2024	12/2025	12/2026E	12/2027E	12/2028E
RoIC (EBIT) %	7,2	6,9	7,8	8,1	9,5
EV/EBITDA	3,5	5,6	3,5	3,1	2,6
P/L	5,6	7,6	3,5	3,2	2,7
Dividend Yield Líquido %	0,0	1,8	4,7	8,7	7,8
Financeiro (R$ milhões)	**12/2024**	**12/2025**	**12/2026E**	**12/2027E**	**12/2028E**
Receita	6.422	7.017	7.979	8.120	8.633
EBITDA	2.313	2.249	2.454	2.502	2.653
Lucro Líquido	367	863	894	964	1.167
LPA (R$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DPA líquido (R$)	0,12	0,12	0,12	0,12	0,12
Dívida Líquida/Caixa	(6.115)	(6.042)	(5.546)	(4.718)	(3.687)

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 11 de novembro de 2026.

Rating
COMPRA

Sumário

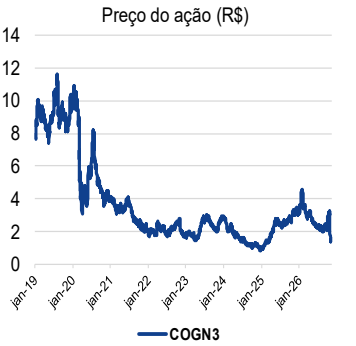
Ticker	COGN3
Preço Alvo (R$)	4,0
Preço (R$)	1,5
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (R$ mn)	3.047
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	95,70
Atualização Preço-alvo	24/08/2026

Valuation:

	2026E	2027E
P/L	3,5x	3,2x
EV/EBITDA	3,5x	3,1x

Performance:

Novembro (%)	-3,8%
LTM (%)	-51,9%



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.

Educação Básica: timing do PNLD e B2G mais fraco impactam negativamente os resultados

A Educação Básica teve um trimestre particularmente fraco, com a receita líquida caindo 19% a/a, para R$316 milhões, 3% abaixo da nossa estimativa. O desempenho foi afetado principalmente pelo timing desfavorável do PNLD, já que o 3T do ano passado se beneficiou de recompras de livros didáticos que não se repetiram neste trimestre, além de negociações mais lentas no B2G durante o período eleitoral. As receitas de assinaturas também caíram 2% a/a. O EBITDA ajustado ficou negativo em -R$49 milhões (vs. +R$52 milhões no 3T do ano passado), amplamente em linha com a nossa projeção de -R$46 milhões, com contração de 29 p.p. a/a das margens. Esperamos explorar mais detalhes sobre essa forte deterioração de margem na teleconferência, em especial o aumento significativo das despesas operacionais (+35% a/a).

O fluxo de caixa livre segue saudável; novo programa de recompra de ações anunciado

Apesar do desempenho fraco da DRE, a geração de caixa seguiu como o destaque positivo. O fluxo de caixa operacional após capex atingiu R$372 milhões (-5% a/a), enquanto o fluxo de caixa ao acionista totalizou R$264 milhões (-12% a/a), apesar do capex maior (+24% a/a, para R$137 milhões). Importante, excluindo a saída de caixa de R$102 milhões relacionada à redução do risco sacado (financiamento de fornecedores), o fluxo de caixa ao acionista ajustado teria atingido R$366 milhões, alta de 22% a/a, evidenciando um desempenho subjacente de fluxo de caixa ainda mais forte. A empresa também entregou mais uma rodada de desalavancagem, com a dívida líquida caindo R$239 milhões t/t, para R$2,54 bilhões, e a alavancagem melhorando para 1,04x Dívida líquida/EBITDA, ante 1,10x no 2T. Nos 9M26, o fluxo de caixa ao acionista reportado atingiu R$769 milhões, alta de 32% a/a, reforçando a capacidade de geração de caixa da empresa. Além disso, em um comunicado separado, a Cogna também aprovou um programa de recompra de ações de 12 meses de até 141,8 milhões de ações, o que representa 7,07% de suas ações em circulação.

DRE fraca, mas o fluxo de caixa livre segue como o ponto positivo

No geral, os resultados do 3T da Cogna foram fracos, mas amplamente antecipados, com a forte contração do EBITDA refletindo em grande parte a sazonalidade desfavorável da Educação Básica e um ambiente de captação desafiador na Kroton. Apesar da volatilidade trazida pelo novo marco regulatório, acreditamos que a contínua melhora do mix de alunos e a rentabilidade relativamente estável da Kroton trazem algum conforto. Mais importante, a geração de fluxo de caixa livre segue robusta, com o fluxo de caixa ao acionista dos 9M26 anualizado em aproximadamente R$1,0 bilhão, o que implica um sólido yield de fluxo de caixa livre de 30% aos preços de mercado atuais. Somado a mais um trimestre de desalavancagem, esse segue como o principal pilar da nossa tese de investimento positiva. Por isso, mantemos nossa recomendação de Compra, embora reconheçamos que o ambiente macroeconômico atual exige cautela em relação a grandes exposições ao setor de educação.

Tabela 1: Cogna - Resumo dos resultados do 3T

P&L, R$mn	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A/E	Y/Y	Q/Q
Net Revenues	**1,444.3**	**1,492.8**	**1,523.4**	**1,960.7**	**-3.2%**	**-5.2%**	**-26.3%**
COGS (ex-D&A)	(350.7)	(458.4)	(381.7)	(622.6)	-23.5%	-8.1%	-43.7%
Gross Profit (ex-D&A)	**1,093.6**	**1,034.4**	**1,141.7**	**1,338.1**	**5.7%**	**-4.2%**	**-18.3%**
Gross Margin (%)	*75.7%*	*69.3%*	*74.9%*	*68.2%*	6.4 p.p.	0.8 p.p.	7.5 p.p.
SG&A (ex-D&A)	(773.2)	(713.2)	(719.0)	(748.7)	8.4%	7.5%	3.3%
as % of net revenues	*-53.5%*	*-47.8%*	*-47.2%*	*-38.2%*	-5.8 p.p.	-6.3 p.p.	-15.3 p.p.
Adj. EBITDA	**320.4**	**321.2**	**422.7**	**589.4**	**-0.2%**	**-24.2%**	**-45.6%**
Adj. EBITDA Margin	*22.2%*	*21.5%*	*27.7%*	*30.1%*	0.7 p.p.	-5.6 p.p.	-7.9 p.p.
Non-recurring and others	(5.0)	0.0	9.0	(6.0)	-	-	-
Accounting EBITDA	**315.5**	**321.2**	**431.7**	**583.4**	**-1.8%**	**-26.9%**	**-45.9%**
EBITDA Margin	*21.8%*	*21.5%*	*28.3%*	*29.8%*	0.3 p.p.	-6.5 p.p.	-7.9 p.p.
Depreciation	(233.9)	(230.7)	(224.5)	(230.0)	1.4%	4.2%	1.7%
EBIT	**81.6**	**90.5**	**207.2**	**353.4**	**-9.9%**	**-60.6%**	**-76.9%**
Financial Results	(151.9)	(170.3)	(195.0)	(211.4)	-10.8%	-22.1%	-28.1%
EBT	**(70.3)**	**(79.7)**	**12.2**	**142.0**	**-11.8%**	**-676.5%**	**-149.5%**
Income taxes	33.4	4.0	165.8	7.0	**738.4%**	**-79.8%**	**377.7%**
Minorities	(0.4)	0.0	13.6	(0.1)	-	**-102.8%**	**378.5%**
Net Earnings	**(37.3)**	**(75.8)**	**191.6**	**148.9**	**-50.8%**	**-119.5%**	**-125.0%**
Net Margin	*-2.6%*	*-5.1%*	*12.6%*	*7.6%*	2.5 p.p.	-15.2 p.p.	-10.2 p.p.
Goodw ill + non recurring	60.1	59.2	59.3	59.3	**1.5%**	**1.4%**	**1.4%**
Impairment	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
Adjusted Net Earnings	**22.8**	**(16.5)**	**250.9**	**208.2**	**-**	**-90.9%**	**-89.0%**
Net Margin	*1.6%*	*-1.1%*	*16.5%*	*10.6%*	2.7 p.p.	-14.9 p.p.	-9.0 p.p.

Financials, R$mn	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A/E	Y/Y	Q/Q
Capex and Expansion Projects	**136.6**	**112.4**	**109.9**	**150.3**	**21.5%**	**24.3%**	**-9.2%**
as % of net revenues	*9.5%*	*7.5%*	*7.2%*	*7.7%*	1.9 p.p.	2.2 p.p.	1.8 p.p.
Net Debt, ex-Leasing (COGN)	**2,536.2**	**2,397.3**	**2,576.2**	**2,775.4**	**5.8%**	**-1.6%**	**-8.6%**
Loans and Financing	3,992.4	3,926.8	3,737.2	4,057.0	1.7%	6.8%	-1.6%
M&A Payables	146.5	144.9	116.0	149.9	1.1%	26.3%	-2.3%
Cash	1,602.6	1,674.4	1,277.0	1,431.5	-4.3%	25.5%	12.0%
ND/adj. EBITDA (COGN)	**1.0x**	**1.3x**	**1.1x**	**1.1x**	-	**-6.3%**	**-5.5%**

Fonte: Empresa e BTG Pactual.

Tabela 2: Cogna - Resumo dos resultados do 3T (parte 2)

Kroton, R$mn	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A/E	Y/Y	Q/Q
Net Revenue	**1,128.7**	**1,167.9**	**1,136.0**	**1,310.5**	**-3.4%**	**-0.6%**	**-13.9%**
Adj. EBITDA	**367.7**	**367.3**	**370.5**	**515.4**	**0.1%**	**-0.7%**	**-28.7%**
Adj. EBITDA Margin	*32.6%*	*31.4%*	*32.6%*	*39.3%*	1.1 p.p.	0.0 p.p.	-6.8 p.p.

Basic Education , R$mn	3Q26A	3Q26E	3Q25A	2Q26A	A/E	Y/Y	Q/Q
Net Revenue	**315.5**	**324.9**	**387.4**	**650.2**	**-2.9%**	**-18.6%**	**-51.5%**
Adj. EBITDA	**(49.2)**	**(46.0)**	**52.2**	**74.0**	**-**	**-194.3%**	**-166.5%**
Adj. EBITDA Margin	*-15.6%*	*-14.2%*	*13.5%*	*11.4%*	-1.4 p.p.	-29.1 p.p.	-27.0 p.p.

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 vinculados 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