

JULHO 2026

COMENTÁRIO TRIMESTRAL

REACH SMALL CAPS



COMENTÁRIO REACH SMALL CAPS 2T2026

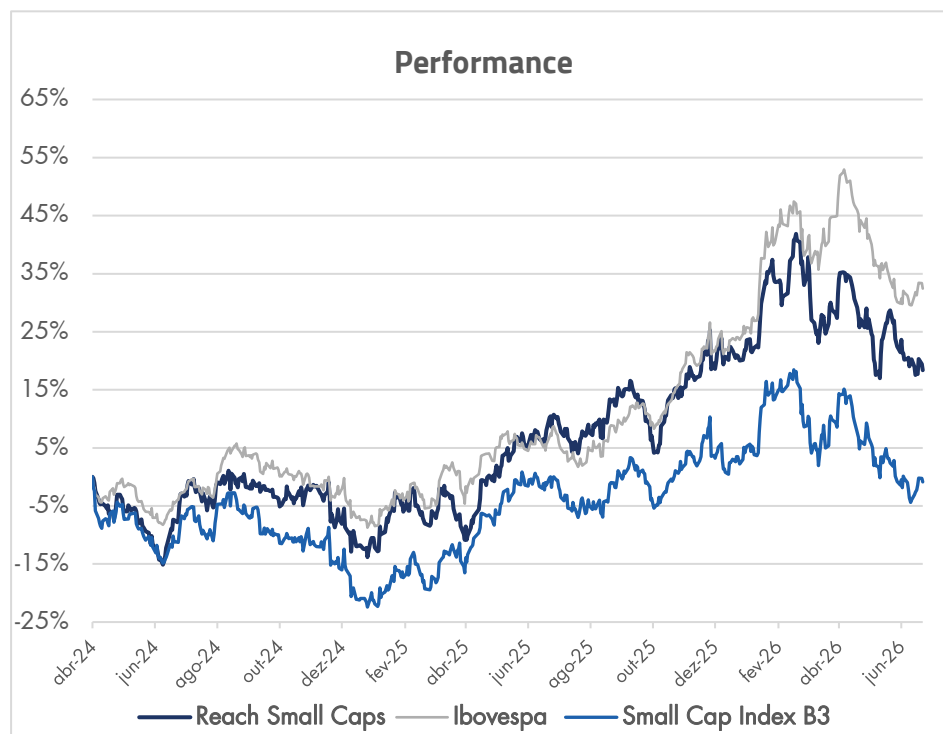
Prezados (as) cotistas,

A grande vantagem de investir em um cenário de pessimismo é pagar barato. Nesse trimestre trazemos como exemplo o case da Cruzeiro do Sul, companhia de ensino superior desalavancada, geradora de caixa e com mais de metade das receitas ligadas ao segmento de saúde e negociada a ~4x seus lucros anuais.

Boa leitura!

RENTABILIDADE DO FUNDO

O fundo REACH SMALL CAPS acumulou queda de 2% no primeiro semestre de 2026, enquanto o Ibovespa subiu 6,8% e o índice de small caps caiu 4,2%. No acumulado desde o início fundo subiu 18,4% enquanto Ibovespa subiu 32,4% e o índice de Small Caps caiu 0,9%.



Data base: 30/06/2026

	jan/24	fev/24	mar/24	abr/24	mai/24	jun/24	jul/24	ago/24	set/24	out/24	nov/24	dez/24	2024
Reach Small Caps	-	-	-	-7,4%	-2,1%	2,1%	3,0%	4,5%	-2,1%	-0,1%	-3,9%	-6,4%	-12,4%
Ibovespa	-	-	-	-3,1%	-3,0%	1,5%	3,0%	6,5%	-3,1%	-1,6%	-3,1%	-4,3%	-7,4%
Smallcaps B3	-	-	-	-7,8%	-3,4%	-0,3%	1,5%	4,7%	-4,3%	-1,3%	-4,0%	2,0%	-20,9%

	jan/25	fev/25	mar/25	abr/25	mai/25	jun/25	jul/25	ago/25	set/25	out/25	nov/25	dez/25	2025	Acumulado
Reach Small Caps	10,1%	-4,6%	0,7%	7,9%	6,5%	3,5%	-3,1%	5,9%	-0,5%	2,6%	5,5%	-0,6%	38,0%	20,9%
Ibovespa	4,9%	-2,6%	6,1%	3,7%	1,5%	1,3%	-4,2%	6,3%	3,4%	2,3%	6,4%	1,3%	34,0%	24,0%
Smallcaps B3	6,1%	-3,8%	6,8%	8,3%	5,9%	1,1%	-3,8%	3,0%	1,7%	0,4%	6,0%	-3,4%	30,8%	3,5%

	jan/26	fev/26	mar/26	abr/26	mai/26	jun/26	2026	Acumulado
Reach Small Caps	11,7%	4,2%	-8,1%	-1,7%	1,2%	-8,0%	-2,0%	18,4%
Ibovespa	12,6%	4,1%	-0,7%	-0,1%	-7,2%	-1,0%	6,8%	32,4%
Smallcaps B3	10,2%	1,9%	-5,7%	-3,1%	-3,6%	-3,2%	-4,2%	-0,9%

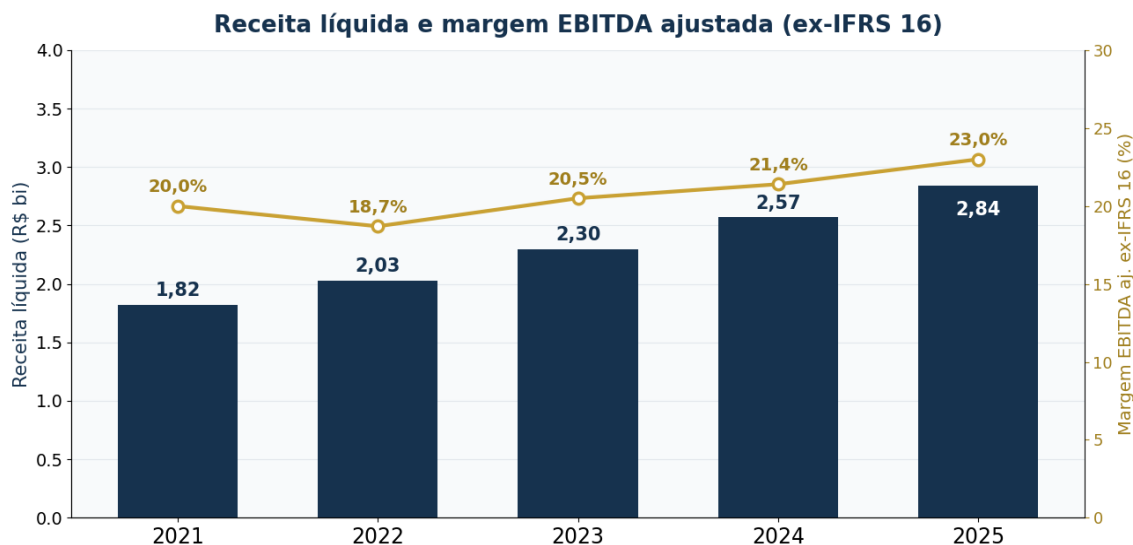
▪ HISTÓRICO

A Cruzeiro do Sul Educacional nasce de uma tradição de ensino paulista e, ao longo de quinze anos, foi montada à base de aquisições — Universidade Cidade de São Paulo (UNICID), Universidade de Franca (UNIFRAN), Universidade Positivo, FAPI, UNIPÊ, entre outras — até reunir hoje doze marcas e cerca de 572 mil alunos. A companhia abriu capital na B3 em 2021, no auge da euforia pós-pandemia com ativos de educação, justamente para resolver uma ineficiência clássica do setor: o custo de funding de uma empresa que cresce por M&A mas carregava dívida cara e capital de giro pesado.

Como em boa parte dos IPOs daquela janela, o desempenho inicial da ação ficou aquém das expectativas. O que mudou a história não foi a narrativa, e sim a **disciplina operacional**. A gestão reorganizou o grupo em três unidades de negócio — **Presencial, Digital e Saúde** — sob uma lógica deliberada de diversificação regulatória. Por atuar em um setor altamente regulado, a diversificação entre os três pilares é uma maneira de mitigar os riscos regulatórios: é o que protege o resultado consolidado quando o MEC muda as regras de um deles. Por trás disso há uma característica financeira pouco compreendida: **97% dos alunos pagam do próprio bolso**. FIES representa 0,3% da base e, somado ao Pravalor, não chega a 2% — o oposto das instituições de ensino que quebraram no ciclo passado por dependência de crédito estudantil público — e não foi apenas uma; foram várias.

▪ A GERAÇÃO DE CAIXA DO ATIVO

É aqui que mora a tese. Entre 2021 e 2025, a receita líquida cresceu de R\$ 1,8 bilhão para **R\$ 2,8 bilhões** (cerca de 12% ao ano), mesmo com o ambiente de EAD se deteriorando. Mais relevante do que o crescimento foi a **expansão de margem**: a margem EBITDA ajustada (ex-IFRS 16) saiu de ~20% para ~23%, com o ganho concentrado em 2024–25 e puxada pelos programas de eficiência conduzidos com a consultoria “Gradus” — remunerada a success fee, com ~90 bps de margem capturados só no primeiro semestre — e com a McKinsey na adequação do sistema de cobrança, além da racionalização de turmas deficitárias e de uma virada tecnológica genuína.



EBITDA ajustado pré-IFRS 16. Receita +12% a.a.; margem de ~20% para ~23%, com o ganho concentrado em 2024-25. Fonte: release / Fundamentus CSED3.

Figura 1. Receita líquida e margem EBITDA ajustada (ex-IFRS 16), 2021–2025.

Fonte: release / Fundamentus CSED3.f

A virada tecnológica merece nota porque raramente se vê algo assim numa instituição de ensino brasileira. O novo CTO — vindo de Localiza e Mercado Livre — chegou em abril de 2025 e, depois de cerca de seis meses de imersão na operação, colocou o projeto em ritmo de execução acelerada a partir de janeiro de 2026. Já no primeiro ano de casa, a entrega foi grande: a companhia **internalizou 100% do time de tecnologia**, como ponto de partida para a nova arquitetura tecnológica — a visão é que o funcionário da companhia tende a conhecer e engajar mais do que o terceirizado e, com isso, a contribuir mais para o negócio.

As primeiras entregas do projeto já começaram aparecer em 2026, mas ainda tem muito mais por vir. Em **IA & Dados**, 91% dos documentos do Ensino Médio passaram a ser validados automaticamente por IA e o atendimento ao aluno atingiu ~50% de retenção e resolução via IA. Na frente **Aluno & Docente**, 75% dos atendimentos são resolvidos pela IA sem intervenção humana, com NPS de 4,4/5 no chatbot e queda de ~40% no custo operacional de atendimento. Em **Governança & Engenharia**, os times ganharam +55% de velocidade de entrega com IA como copiloto e os incidentes operacionais caíram 50% no trimestre. E na **Captção Digital**, o redesign da jornada de matrícula elevou em 52% o volume de inscritos e em 26% a conversão mobile de inscritos em matriculados. E os avanços mais relevantes devem aparecer nos próximos trimestres, dada a maturação natural desses projetos — nas palavras da gestão, “esse é só o início”.

O resultado é a curva que mais nos interessa: o caixa gerado pelas operações saltou de **R\$ 466 milhões em 2021 para R\$ 852 milhões em 2025 (+83%)**, enquanto o lucro líquido praticamente dobrou no último ano, para ~R\$ 297 milhões. A conversão de EBITDA em caixa é alta justamente porque a base é de aluno pagante, com PDD controlada em torno de 4,5% da receita. E essa PDD carrega a régua mais conservadora do setor, sendo a única a trabalhar com provisão de 98% dos títulos vencidos em até 180 dias — critério mais duro que o praticado

pela indústria —, de modo que a PDD reportada tende a ser mais “cheia” que a dos concorrentes.

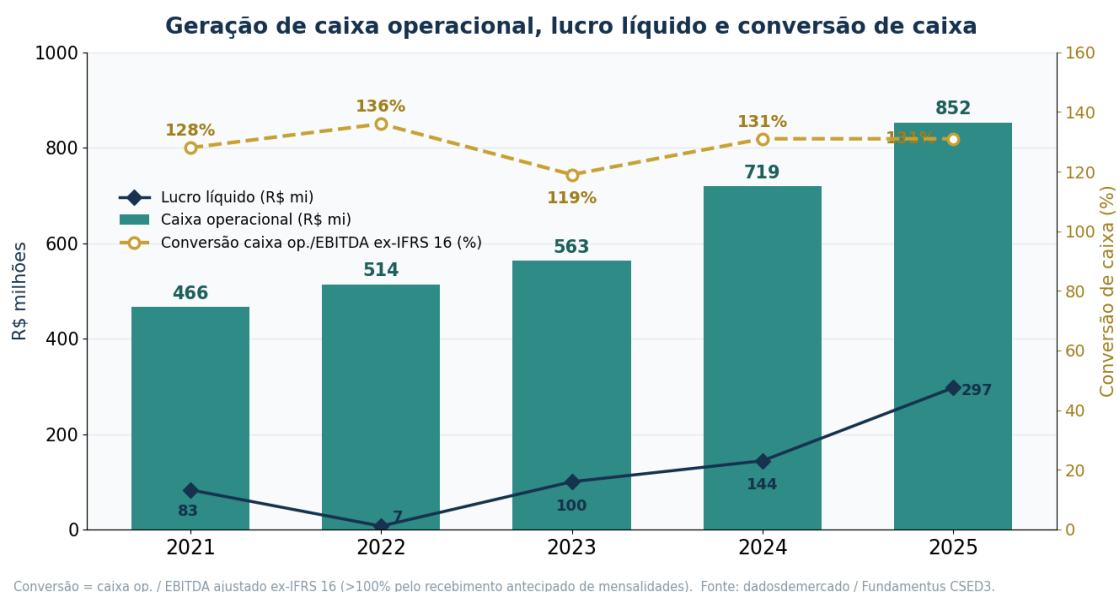


Figura 2. Caixa operacional, lucro líquido e conversão de caixa (caixa op./EBITDA ajustado ex-IFRS 16), 2021–2025. Fonte: dadosdemercado / Fundamentus CS3D3.

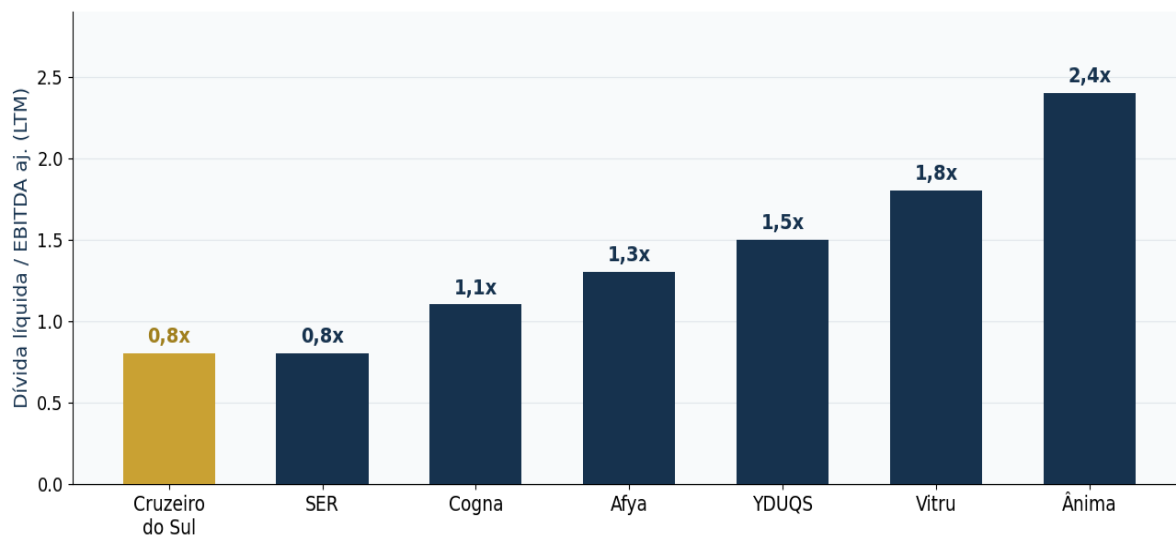
A alocação de capital acompanha a disciplina. Mesmo tendo decidido **não descontar recebíveis em 2026** — uma escolha que tira ~R\$ 40–50 milhões da comparação anual de geração de caixa, mas melhora a linha financeira do P&L. Em nossa visão, a companhia poderia chegar a **caixa líquido até 2029, mesmo distribuindo ao menos 50% do lucro em dividendos** (percentual abaixo do que o efetivamente realizado nos últimos anos) e ainda financiando o CAPEX de expansão de medicina. Em um setor onde a maioria “estilingou” o balanço para crescer em EAD com pouco FCF real, é uma postura rara — e é o tipo de alocador de capital que procuramos.

Essa disciplina aparece na comparação com os pares. A Cruzeiro do Sul opera com uma das **menores alavancagens do setor** (dívida líquida de ~0,8x o EBITDA ajustado, empatada com a Ser no piso do setor, contra 1,5x da YDUQS e 2,4x da Ânima) e, ao mesmo tempo, entrega o **maior retorno de caixa ao acionista**: na média das estimativas de BTG Pactual e BofA, o FCF yield 2026E é de ~25% — o topo do setor, ao lado da Vitru e bem acima da média de ~20% dos pares — somado a um dividend yield de cerca de 15% na cotação atual, o maior entre os pares. É a combinação que procuramos: balanço leve e caixa que volta para o acionista.

O mesmo padrão aparece do lado dos investimentos e da captação. O **CAPEX sobre a receita líquida é um dos menores da indústria**: em 2025, as aquisições de imobilizado e intangível somaram ~R\$ 119 milhões, cerca de 4% da ROL — contra uma média de ~6,5% dos seis pares listados (de 4,2% da Ser a 8,4% da Afya) — mais um reflexo da disciplina financeira da companhia. E, na aquisição de alunos, o **CAC (gasto de marketing por aluno captado) é o menor entre os grupos com operação presencial**: no 1T26, foram ~R\$ 420 de marketing por aluno captado, contra ~R\$ 530 na Ser, ~R\$ 840 na Cogna (Kroton), ~R\$ 1.100 na YDUQS e ~R\$ 1.450 na Ânima; apenas a Vitru, 100% digital/híbrida e sem estrutura de campi, opera

abaixo (~R\$ 300) (Figura 5). Só como referência, a companhia investiu ~7% da receita em marketing em 2025, também entre os menores percentuais dos players listados.

Disciplina financeira — alavancagem entre os pares (1T26)

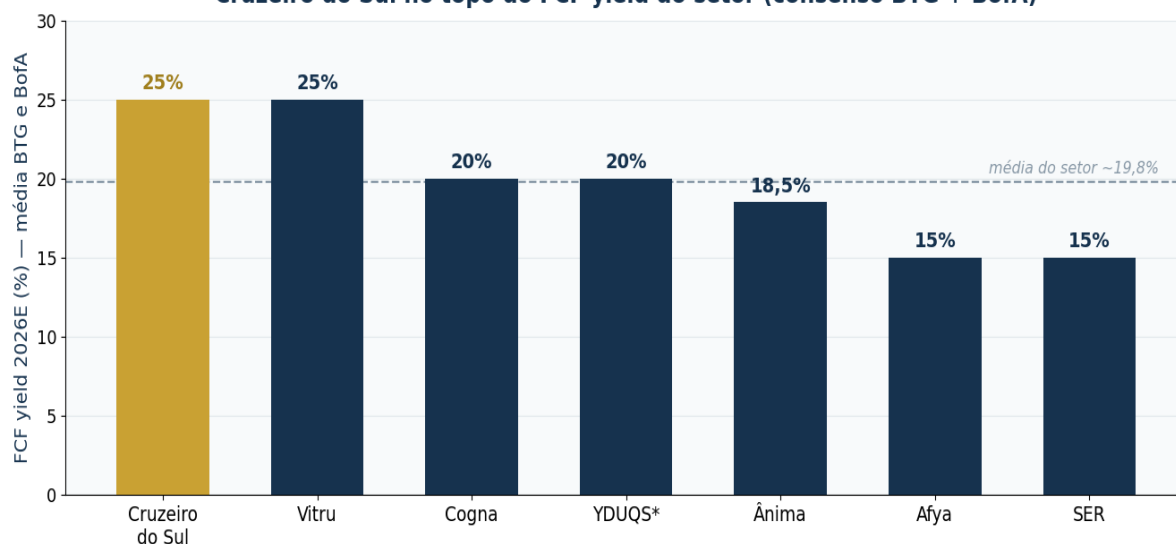


Cruzeiro do Sul e Ser operam com as menores alavancagens do setor (0,8x); média setorial de ~1,4x. Fonte: BTG Pactual (Education, 21/05/2026), Chart 37.

Figura 3. Alavancagem (dívida líquida/EBITDA ajustado LTM) entre os sete pares listados, 1T26.

Fonte: BTG Pactual (Education, 21/05/2026).

Cruzeiro do Sul no topo do FCF yield do setor (consenso BTG + BofA)



Média simples das estimativas 2026E: BTG Pactual (Education, 21/05/2026) e BofA (Brazil Education, 11/06/2026). *YDUQS: apenas BTG (sem estimativa na nota do BofA).

Figura 4. FCF yield ajustado 2026E por companhia — média das estimativas.

Fonte: BTG Pactual (Education, 21/05/2026) e BofA (Brazil Education, 11/06/2026).

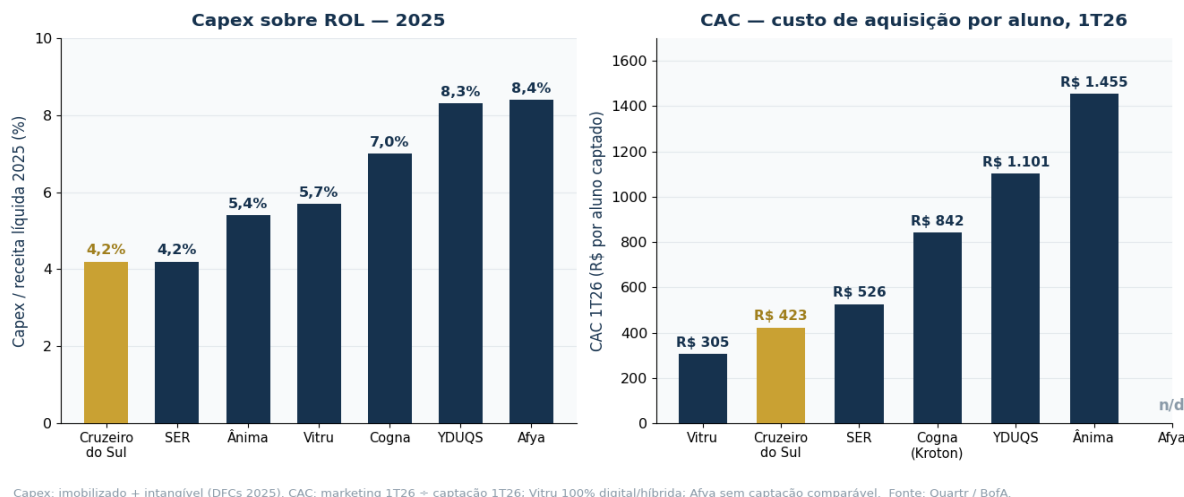


Figura 5. Capex sobre ROL (2025) e CAC por aluno captado (1T26) entre os pares.

Fonte: Quartr / companhias / BofA (captação).

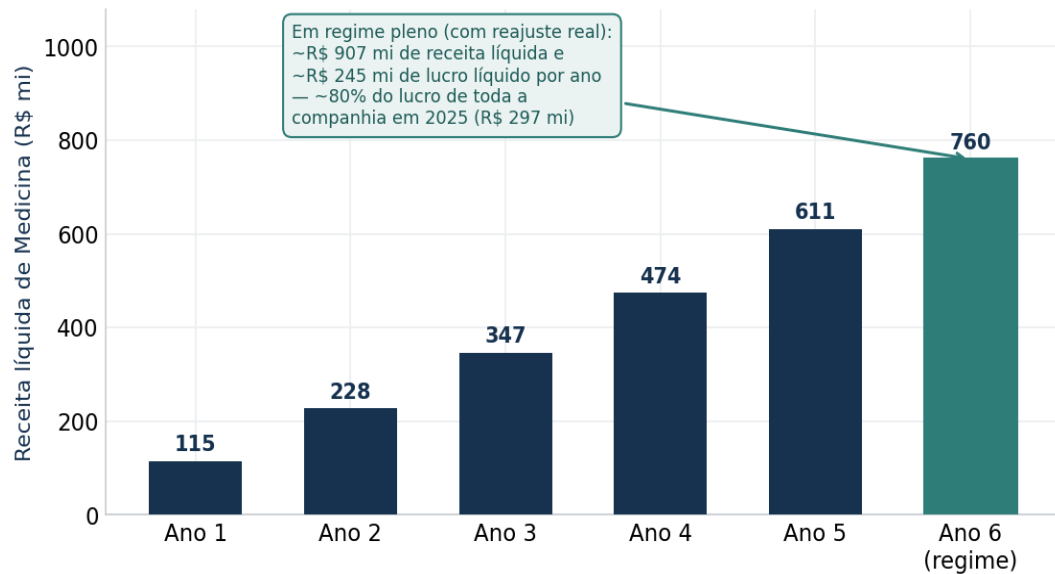
■ MEDICINA — A PRINCIPAL ALAVANCA DE LUCRO

Se a geração de caixa é o presente, a Medicina é o futuro. A companhia detém hoje ~1.069 **vagas autorizadas** por ano, o que se traduz em cerca de 6.000 vagas “maturadas” quando consideramos as seis séries de um curso de seis anos. A economia de uma escola médica é singular: a estrutura é majoritariamente fixa, de modo que cada cohorte (a turma que ingressa em um mesmo ano) que avança do 1º para o 6º ano agrega receita com **custo marginal próximo de zero**. Foi assim que a companhia extraiu mais de R\$ 500 milhões de receita incremental em seis anos apenas ocupando cadeiras remanescentes — vagas que, no limite, funcionam como um termômetro de evasão, porque a gestão monitora ocupação em tempo real. Há ainda um diferencial de geografia: as escolas médicas do grupo estão em praças de alta renda e densidade econômica — Curitiba, 6º maior PIB municipal do país e o maior do Sul; São Paulo, o maior PIB do país; João Pessoa, o maior PIB da Paraíba; e Franca, polo regional do interior paulista —, e não nos municípios pequenos e afastados dos grandes centros onde boa parte dos concorrentes abriu vagas, o que sustenta ticket, empregabilidade e demanda ao longo do ciclo.

Medicina já responde por cerca de **25% da receita consolidada**, com margem bruta acima do consolidado e PDD menor — e ainda com anos de maturação de cohortes pela frente dentro da base já autorizada.

Vale dimensionar o que essa maturação representa em lucro. Com base no nosso modelo — calibrado com as premissas da própria empresa (ticket de ~R\$ 10 mil, evasão em escada, reajustado apenas por inflação) —, a base de medicina caminha para algo próximo de **R\$ 0,9 bilhão de receita líquida por ano em regime pleno**, com um lucro líquido da ordem de **~R\$ 245 milhões ao ano**. Em outras palavras: apenas a unidade de Medicina, já madura, tenderia a gerar um lucro equivalente a cerca de 80% de todo o resultado que a companhia entregou em 2025 (~R\$ 297 milhões) — o que dá a dimensão de quanto lucro ainda está “estacionado” nas cohortes em formação.

Medicina — potencial de lucro na maturação da base



Modelo Reach calibrado com a empresa: 1.069 vagas/ano, ticket ~R\$ 10k, evasão em escada, reajuste ~6,1% a.a. Maturação de uma coorte em 6 anos.

Figura 6. Potencial de receita e lucro de Medicina na maturação.

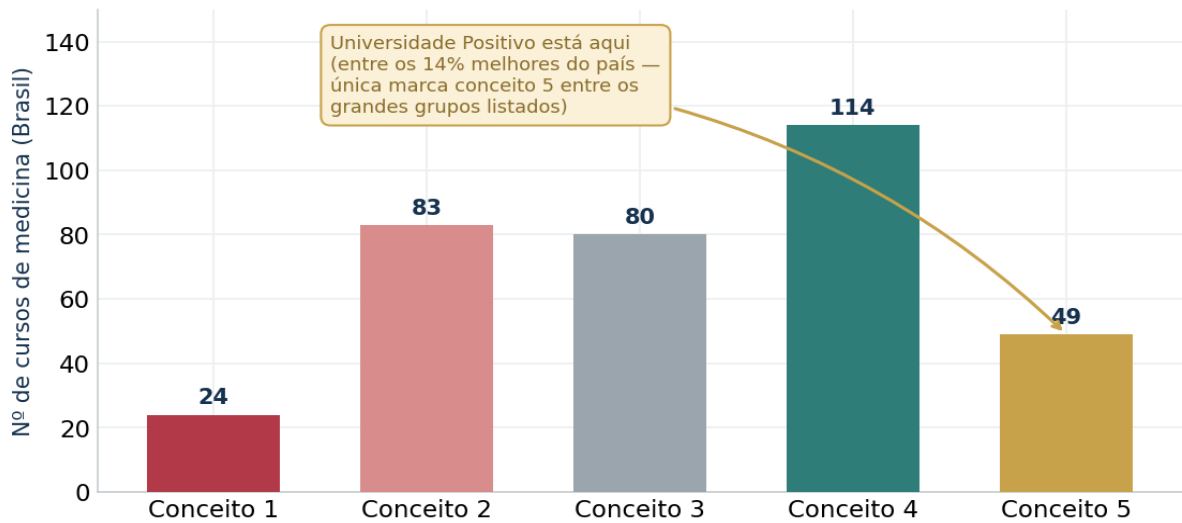
Fonte: Reach Capital, calibrado com premissas da empresa.

▪ A QUALIDADE DOS ATIVOS: O QUE O ENAMED REVELOU

Tamanho de operação não é o mesmo que qualidade — e, em medicina, qualidade virou variável regulatória e comercial de primeira ordem. Em janeiro de 2026 o INEP/MEC divulgou a primeira edição do **ENAMED**, o exame nacional que avalia a formação médica (uma espécie de “ENADE da medicina”, com nota que passa a constar do diploma). O retrato do setor foi duro: dos 350 cursos avaliados, **30% ficaram com conceito insuficiente** (1 ou 2), apenas 49 obtiveram o conceito máximo, e as instituições privadas com fins lucrativos tiveram o pior desempenho — somente 2,7% delas alcançaram conceito 5.

Fizemos o cruzamento das marcas de medicina da Cruzeiro do Sul com o resultado oficial. A conclusão é o ponto central desta seção: a **Universidade Positivo (Curitiba) obteve conceito 5** — e é a **única marca de medicina entre os grandes grupos privados de educação listados em bolsa** a atingir a nota máxima no ENAMED 2025 — e a **maior nota entre todas as instituições com fins lucrativos** avaliadas. A UNIFRAN (Franca) veio logo atrás, com conceito 4. UNICID (São Paulo) e UNIPÊ (João Pessoa) ficaram em conceito 2 — resultado que reflete sobretudo o perfil do aluno dessas praças e a participação mais relevante de financiamento estudantil. O ponto que importa: apesar do conceito 2, nenhuma das duas sofreu qualquer tipo de sanção ou redução de oferta — aplicadas as regras da primeira edição, o impacto estimado na captação de medicina da companhia em 2027 é zero, a única entre as listadas sem perda de vagas.

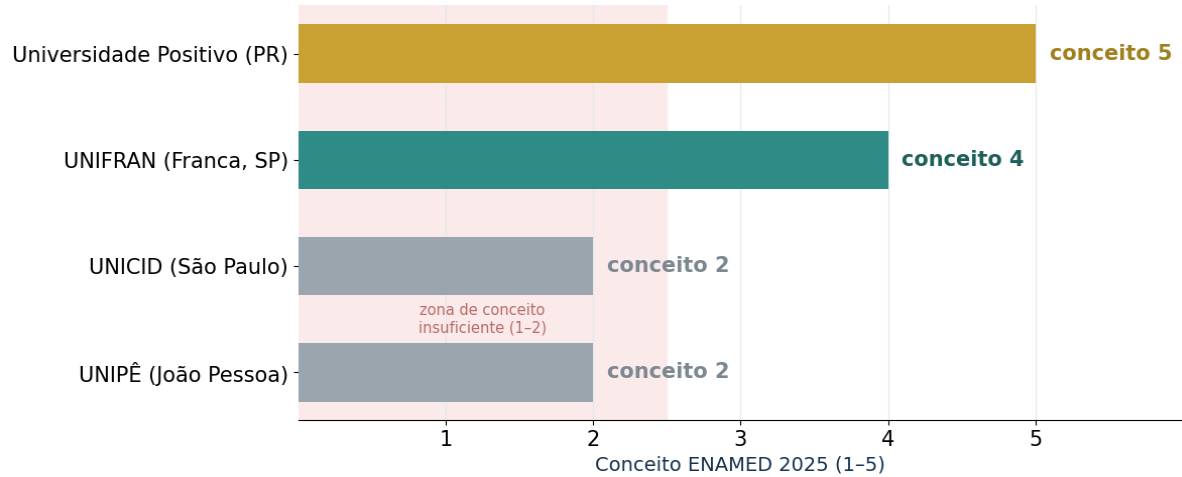
ENAMED 2025 — distribuição dos 350 cursos de medicina por conceito



Apenas 49 cursos (14%) obtiveram conceito 5; 30% ficaram com conceito insuficiente (1-2). Fonte: INEP/MEC (ENAMED 2025).

Figura 7. Distribuição dos 350 cursos de medicina por conceito no ENAMED 2025 e o posicionamento da Universidade Positivo. Fonte: INEP/MEC.

Portfólio de medicina da Cruzeiro do Sul no ENAMED 2025



Positivo (Curitiba) e UNIFRAN no topo; conceito 2 em UNICID/UNIPÊ reflete perfil de aluno — sem sanção ou redução de oferta. Fonte: INEP/MEC.

Figura 8. Portfólio de medicina da Cruzeiro do Sul no ENAMED 2025. Fonte: INEP/MEC.

As marcas de medicina da Cruzeiro do Sul no ENAMED 2025 (conceito de 1 a 5):

Marca	Praça	Conceito	Leitura
Universidade Positivo	Curitiba (PR)	5	Excelência; única com conceito 5 entre os grandes grupos listados
UNIFRAN	Franca (SP)	4	Alta qualidade
UNICID	São Paulo (SP)	2	Perfil de aluno; sem sanção ou redução de oferta
UNIPÊ	João Pessoa (PB)	2	Perfil de aluno; sem sanção ou redução de oferta

Fonte: INEP/MEC, ENAMED 2025 (350 cursos avaliados). Compilação Reach Capital.

Por que isso importa para o resultado? Porque conceito alto se converte em três coisas que pingam no caixa: **poder de precificação** (a mensalidade de uma escola “conceito 5” não compete por preço), **reputação e captação** em um momento em que o aluno passa a olhar a nota antes de escolher, e **blindagem regulatória**, já que o MEC mira justamente os cursos de conceito 1 e 2 com restrição de vagas e suspensão de FIES. Na região de Curitiba, a companhia concentra mais de 370 vagas de alta margem: são 219 vagas na Universidade Positivo (Curitiba) e outras 154 na FAPI (Pinhais) — estas ainda sem nenhuma turma formada, ou seja, no início da curva de maturação. **É uma combinação de escala, localização e a melhor nota do setor privado listado — uma rara coincidência de quantidade e qualidade, com boa parte da receita ainda por vir.**

▪ PONTOS DE ATENÇÃO

Nenhuma tese de educação está livre do risco regulatório, e aqui ele é o protagonista. Listamos os pontos que monitoramos de perto.

1. O marco regulatório do EAD

O Decreto nº 12.456/2025 reconheceu o formato semipresencial e **vedou o EAD 100% em cursos como Direito, Enfermagem, Psicologia, Odontologia e Medicina**, com dois anos para adequação. No curto prazo a captação em EAD cai, mas a queda é generalizada no setor. A Cruzeiro do Sul está **relativamente bem-posicionada** — cerca de 100 unidades e 1.564 polos permitem migrar alunos ao semipresencial, de ticket maior. O ponto de atenção é o **ritmo dessa transição** e a reprecificação: exige investimento em infraestrutura e o modelo de competir por preço no EAD deve deixar de fazer sentido.

2. O próprio ENAMED como risco operacional

Com a **nota do ENAMED passando a ser obrigatória no diploma**, as instituições criam trilhas de proficiência que podem “segurar” o aluno abaixo do nível mínimo — o que protege a reputação, mas gera risco de **represamento de alunos** (e de receita) e regras ainda nebulosas. Dito isso, o primeiro round já mostrou quem está de que lado: aplicadas as regras à 1ª edição, 54 cursos sofrerão suspensão ou corte de vagas e outros 45 ficam proibidos de crescer. O impacto na captação de medicina de 2027 chega a **-2,8% na YDUQS e -2,2% na Ser (Afya - 1,2%; Ânima -0,8%) — na Cruzeiro do Sul, o impacto é zero** (Itaú BBA, jan/2026).

3. Judicialização e expansão de vagas de medicina

Parte do valor de medicina depende de vagas obtidas ou defendidas na Justiça — risco binário, em que uma decisão desfavorável pode alterar a capacidade autorizada “da noite para o dia”. Vemos como gerenciável dado o estágio dos processos, mas não ignorável.

4. M&A e disciplina de preço

O ambiente de M&A está “bem difícil” (vendedores em 2,5x–3,0x receita, juros altos). A companhia prefere pagar à vista e esperar o marco digerido e a queda de juros. A disciplina já foi testada em público: **levantou R\$ 1 bilhão no IPO de 2021** com o mercado esperando

M&A, mas, após anunciar a aquisição da Moura Lacerda (Ribeirão Preto), **desistiu da transação em março de 2022**. O risco é de **impaciência** — as piores decisões vieram de aquisições caras no topo do ciclo —, mas, por ora, prevaleceu.

▪ CONCLUSÃO

A Cruzeiro do Sul reúne os ingredientes que buscamos em um **compounder de qualidade** mal compreendido pelo mercado: um motor de geração de caixa que cresceu bem nos últimos anos, uma virada operacional real puxada por tecnologia e eficiência, e uma alavanca de lucro de altíssima margem — a Medicina — que ainda tem ~20% de maturação pela frente e cujo principal ativo, a Universidade Positivo, acaba de provar ser o **melhor curso de medicina entre todos os grandes grupos privados listados do país**. E, contra o resto do setor, a régua fica ainda mais clara: a ação negocia a cerca de 4,5x o lucro estimado de 2026, com desconto relevante para a média dos pares; paga um dividend yield de ~15%, o maior do grupo; carrega uma das menores alavancagens da indústria (~0,8x dívida líquida/EBITDA, contra 1,5–2,4x nos pares mais endividados); e apresenta uma das melhores conversão de caixa do setor. **Em um setor em que quase tudo é barato por algum motivo, a Cruzeiro do Sul é barata com balanço leve e caixa entrando e pagando dividendos robustos.**

Os riscos são reais e quase todos regulatórios — o EAD em transição e o ENAMED em rodagem —, mas são exatamente os riscos contra os quais a companhia construiu sua arquitetura de três pilares e sua capilaridade física. Continuamos comprando a tese que o mercado ainda precifica como “mais uma de educação”: a de uma empresa que aprendeu a **tratar cada vaga como capital** — e a devolver o caixa que não souber empregar melhor.

DISCLAIMER: Este material tem caráter exclusivamente informativo e tem como objetivo apresentar comentários sobre o mercado e os principais fundos sob administração da Reach Capital Investimentos S.A. ("Reach Capital"). As informações aqui contidas foram obtidas de fontes consideradas confiáveis e refletem a opinião da Reach Capital na data de sua elaboração, podendo ser alteradas sem aviso prévio. Este material não constitui oferta de venda ou solicitação de compra de cotas de fundos de investimento ou de qualquer outro ativo. As opiniões e estimativas apresentadas refletem exclusivamente a visão da gestora na data de sua elaboração e não apresentam promessa ou garantia de rentabilidade. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e a rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor do carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do regulamento e da lâmina de informações essenciais antes de investir. Esses documentos podem ser obtidos na seção de informação aos cotistas no site do administrador dos fundos (<https://www.btgactual.com/>; <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/>; e <https://www.daycoval.com.br/>). Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de um período mínimo de 12 (doze) meses. Fundos multimercado e estratégias que utilizam derivativos podem incorrer em perdas superiores ao capital investido. Fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos globais podem estar sujeitos à variação cambial. Fundos de previdência seguem regras específicas e não garantem benefício futuro. Fundos de crédito privado podem estar sujeitos a riscos de liquidez e de crédito dos emissores. A Reach Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material. Este documento não substitui a lâmina de informações essenciais, tampouco constitui demonstração de desempenho. Para confirmação de informações, entre em contato com a Reach Capital.

