

15 MAY 2024

Fitch Afirma Rating 'AA(bra)' da Ser; Perspectiva Estável

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 15 May 2024: A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' da Ser Educacional S.A. (Ser) e de suas terceira e quarta emissões de debêntures quirografárias. A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

O rating da Ser reflete a mediana escala de operações da companhia frente a seus principais pares no fragmentado e competitivo setor de ensino superior no Brasil, e seu forte posicionamento como uma das principais empresas das regiões Norte e Nordeste do Brasil. A conservadora estrutura de capital da companhia, que contempla um histórico de reduzida alavancagem, já testada ao longo de diversos ciclos econômicos, configura um importante pilar de sustentação do rating. A classificação incorpora, ainda, o concentrado perfil de vencimento de sua dívida e a expectativa de menor necessidade de capital de giro em 2024, que deve reduzir as pressões na geração de caixa da companhia. Frustrações no fluxo de caixa das operações (CFFO) podem gerar um aumento da necessidade de financiamento da Ser. A estreita correlação da indústria de ensino superior com o ambiente econômico e os riscos regulatórios também foram incorporados à análise.

A Perspectiva Estável incorpora a expectativa de que a Ser continuará recuperando gradualmente sua rentabilidade, o que deve contribuir para o retorno da alavancagem líquida para ao redor de 2,0 vezes a partir de 2024, e continuará sendo bem-sucedida no refinanciamento de sua dívida

PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Escala Mediana: A Ser é a quarta maior empresa privada de ensino superior na modalidade presencial/híbrida do Brasil, com forte posição competitiva nas regiões Norte e Nordeste. Estes fatores são contrabalanceados pela mediana escala de operações em uma indústria fragmentada e competitiva. A Ser possui 161 mil alunos de graduação híbrida, dos quais 3 mil são de medicina. Além disso, conta com 153 mil alunos de graduação na modalidade digital e 37 mil alunos de pós-graduação e/ou cursos técnicos.

A companhia detém 521 vagas anuais de medicina, o que a posiciona como a sexta maior instituição privada neste curso, e contribui com um fluxo de receita mais robusto, defensivo e com maiores margens operacionais. Em 2023, aproximadamente 60% do EBITDA da Ser derivaram do curso de medicina, 30% de graduação digital e 18% dos demais cursos presenciais. Os novos negócios, Edtechs, Fintechs e saúde animal e humana, ainda têm contribuição negativa para a geração de caixa.

Correlação com o Cenário Macroeconômico: O setor de educação no Brasil apresenta correlação com o ambiente macroeconômico, o qual inclui variáveis-chaves como taxas de desemprego, de juros

e de inflação, e renda média da população. As condições de negócios mais favoráveis devem apoiar a demanda, mas a escassez de financiamentos públicos estudantis continua a limitar maiores aumentos na base de alunos na modalidade presencial. As projeções da Fitch incorporam índice de captação/(formatura + evasão) de 1,1 vez em 2024/2025 para este segmento. Em 2023, foi de 1,2 vez.

Para a graduação digital, a Fitch estima reduzido crescimento em 2024, como parte da estratégia da Ser de priorizar rentabilidade. Este segmento possui menores barreiras de entrada, intensa competição, elevada evasão e maior exposição a riscos regulatórios. Medidas mais austeras do governo para aumentar a regulação do EAD não estão incorporadas no cenário de rating.

Gradual Recuperação das Margens Operacionais: A Ser vem recuperando gradativamente suas margens operacionais a cada trimestre, como resultado da integração dos ativos adquiridos nos anos recentes, em especial a Sociedade Técnica Educacional da Lapa S.A. (Fael), e dos esforços para otimizar a estrutura de custos e despesas. A margem de EBITDA, segundo cálculos da Fitch, melhorou para 18% em 2023, após uma queda para 15% em 2022, e o cenário-base incorpora margem entre 19% e 21% em 2024/2025. Estes avanços se apoiam, principalmente, na otimização dos gastos com aluguel, revisão e automação de processos, readequação da estrutura orgânica e aumento da relação de alunos por turma.

FCF Positivo a Partir de 2024: A Fitch projeta EBITDA de BRL365 milhões e CFFO de BRL155 milhões em 2024, e de BRL400 milhões e BRL240 milhões, respectivamente, em 2025. Esse resultado se compara com EBITDA de BRL326 milhões em 2023, segundo cálculos da Fitch. A Ser possui o desafio de melhorar sua capacidade de geração de caixa, pois parte relevante é consumida pela necessidade de capital de giro. O prazo médio de recebimento da companhia ultrapassa 100 dias e se compara negativamente com a média do setor, devido a maior exposição ao Fundo de Financiamento Estudantil (Fies), que possui maior prazo médio de recebimento. O Fies representa 8,6% da base de alunos de graduação presencial da Ser.

As projeções da Fitch incorporam menor pressão de capital de giro em 2024, após a revisão de carteira realizada em 2023, com a venda de parte da Educred, o que deve contribuir para a geração de fluxo de caixa livre (FCF) positivo a partir deste ano. O cenário-base considera investimentos anuais de cerca de BRL85 milhões e retorno da distribuição de dividendos a partir de 2025, limitados ao mínimo regulatório, resultando em FCF de BRL75 milhões em 2024 e BRL150 milhões em 2025.

Conservadora Estrutura de Capital: A Ser possui um longo histórico de conservadora estrutura de capital, operando com alavancagem líquida recorrentemente abaixo de 2,0 vezes, o que representa um fator-chave de sustentação do rating. O índice de dívida líquida/EBITDA aumentou temporariamente para 3,1 vezes em 2022, como consequência de maior endividamento devido a aquisições e pressionadas margens operacionais, e apresentou melhora para 2,4 vezes em 2023. O cenário-base da Fitch considera alavancagem líquida em torno de 2,0 vezes em 2024 e abaixo deste nível a partir de 2025. As projeções não incorporam novas aquisições e consideram que o FCF será utilizado para reduzir o endividamento líquido, que totalizou BRL761 milhões em março de 2024.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva/Elevação:

-- Uma elevação dos ratings é improvável a curto prazo e estaria vinculada a um significativo fortalecimento da escala de negócios e da geração operacional de caixa da companhia, com fortalecimento da margem de EBITDA para níveis acima de 20% e perfil de amortização de dívida mais alongado.

Fatores Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa/Rebaixamento:

- Indicador dívida líquida/EBITDA acima de 3,5 vezes, em bases recorrentes;
- Margens de EBITDA abaixo de 15%, de forma recorrente;
- Redução contínua da base de alunos e/ou perda relevante de participação de mercado da Ser em suas principais regiões de atuação;
- Aumento do risco de refinanciamento.

PRINCIPAIS PREMISSAS

As Principais Premissas do Cenário-Base da Fitch Para a Ser Incluem:

- Base final de alunos de graduação híbrida, incluindo medicina, entre 155 mil em e 165 mil em 2024 e 2025;
- Base final de alunos de graduação digital entre 135 mil e 140 mil em 2024 e 2025;
- Investimentos médios anuais em torno de BRL85 milhões em 2024 e 2025;
- Ausência de pagamentos de dividendos em 2024 e desembolsos equivalentes a 25% do lucro líquido do ano anterior a partir de 2025.

RESUMO DA ANÁLISE

O rating da Ser é inferior ao da Cogna Educação S.A. (Cogna, 'AA+' / Estável) em um grau, devido a escala de negócios muito superior desta e ao portfólio de serviços mais diversificado, com importante fluxo de receita advindo do ensino básico. A Ser possui um histórico de menor alavancagem líquida, entretanto a Cogna possui maior flexibilidade financeira, com forte acesso ao mercado de capitais.

O rating da Ser é superior ao da Ânima Holding S.A. (Ânima, 'AA-(bra)' / Positiva) e do Grupo Salta Educação S.A. (Salta, 'AA-(bra)' / Estável) em um grau. Esta diferenciação incorpora a conservadora estrutura de capital da Ser, com histórico de alavancagem líquida abaixo de 2,0 vezes ao longo de diversos ciclos econômicos, comparado a 4,1 vezes de Ânima, 2,9 vezes de Salta e 3,4 vezes de Cogna ao final de 2023. Em relação ao modelo de negócios, a Ser possui um perfil menos robusto que o da Ânima, que detém maior escala e relevante participação de mercado em medicina. O perfil de

negócios da Ser é mais maduro que o do Salta, que possui um histórico ainda curto de operação em uma escala maior.

Resumo dos Ajustes das Demonstrações Financeiras

- EBITDA considera custos de arrendamento como despesas operacionais;
- Despesas não recorrentes foram removidas do EBITDA;
- Obrigações com aquisições são consideradas dívida;
- Dívida bruta é deduzida pelo caixa restrito, referente à aquisição da Fael.

LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

Concentrado Perfil de Amortização de Dívida: A Ser possui perfil de amortização de dívida concentrado, com BRL673 milhões de dívida vencendo até março de 2026 (68% da dívida total). A Fitch espera que a companhia utilize a posição de caixa, em conjunto com a expectativa de FCF positivo a partir de 2024 mais captações de novas dívidas de longo prazo para apoiar os elevados vencimentos de dívida dos próximos dois anos. No entanto, frustrações em relação a geração de FCF podem elevar o risco de refinanciamento da empresa.

A Ser demonstra satisfatório acesso ao mercado de dívidas local e tem conseguido refinar suas dívidas a um custo adequado. A empresa possuía BRL225 milhões em caixa e aplicações financeiras em 31 de março de 2024 e dívida total de BRL986 milhões, dos quais BRL373 milhões venciam no curto prazo, BRL300 milhões entre abril de 2025 e março de 2026 e BRL230 milhões entre abril de 2026 e março de 2027. A dívida da Ser é composta por debêntures (42%), empréstimos e financiamentos (46%) e obrigações por compra de ativos (12%).

PERFIL DO EMISSOR

A Ser é uma empresa privada de ensino superior, com forte participação de mercado nas regiões Norte e Nordeste do Brasil. A companhia possui 161 mil alunos de graduação na modalidade presencial e/ou híbrida, sendo em torno 3 mil de medicina, 153 mil alunos de graduação na modalidade digital, e 37 mil alunos em cursos de pós-graduação ou técnicos. A empresa é controlada pelo acionista fundador José Janguê Diniz, que detém 58,64% do capital total, e as demais ações estão distribuídas entre fundos de *private equity* e são negociadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão.

INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Resolução CVM nº 9/20.

As informações utilizadas nesta análise são provenientes da Ser Educacional S.A.

A Fitch adota todas as medidas necessárias para que as informações utilizadas na classificação de risco de crédito sejam suficientes e provenientes de fontes confiáveis, incluindo, quando apropriado, fontes

de terceiros. No entanto, a Fitch não realiza serviços de auditoria e não pode realizar, em todos os casos, verificação ou confirmação independente das informações recebidas.

Histórico dos Ratings:

Ser Educacional S.A.:

Data na qual a classificação em escala nacional foi emitida pela primeira vez: 8 de julho de 2016.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 5 de junho de 2023.

A classificação de risco foi comunicada às entidades avaliadas ou a partes a elas relacionadas, e os ratings atribuídos não foram alterados em virtude desta comunicação.

Os ratings atribuídos pela Fitch são revisados, pelo menos, anualmente.

A Fitch publica a lista de conflitos de interesse reais e potenciais no Anexo X do Formulário de Referência, disponível em www.fitchratings.com/brasil

Para informações sobre possíveis alterações na classificação de risco de crédito veja o item: Sensibilidade dos Ratings.

Informações adicionais estão disponíveis em 'www.fitchratings.com' e em 'www.fitchratings.com/site/brasil'.

A Fitch Ratings Brasil Ltda., ou partes a ela relacionadas, pode ter fornecido outros serviços à entidade classificada no período de 12 meses que antecede esta ação de rating de crédito. A lista de outros serviços prestados às entidades classificadas está disponível em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil/exigencias-regulatorias/outros-servicos>. A prestação deste serviço não configura, em nossa opinião, conflito de interesses em face da classificação de risco de crédito.

A Fitch Ratings foi paga para determinar cada rating de crédito listado neste relatório de classificação de risco de crédito pelo devedor ou emissor classificado, por uma parte relacionada que não seja o devedor ou o emissor classificado, pelo patrocinador ("sponsor"), subscritor ("underwriter"), ou o depositante do instrumento, título ou valor mobiliário que está sendo avaliado.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada:

-- Metodologia de Ratings Corporativos (3 de novembro de 2023);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (22 de dezembro de 2020).

Fitch Ratings Analysts

Natalia Brandao

Director

Analista primário

+55 21 4503 2631

Fitch Ratings Brasil Ltda. Av. Barão de Tefé, 27 – Sala 601 Saúde Rio de Janeiro, RJ 20220-460

Tatiana Thomaz

Director

Analista secundário

+55 21 4503 2605

Ricardo De Carvalho

Managing Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2627

Media Contacts

Jaqueline Carvalho

Rio de Janeiro

+55 21 4503 2623

jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com

Rating Actions

ENTITY/DEBT	RATING		RECOVERY	PRIOR
Ser Educaional S.A.	Natl LT	AA(bra) ●	Affirmed	AA(bra) ●
• senior unsecured	Natl LT	AA(bra)	Affirmed	AA(bra)

RATINGS KEY OUTLOOK WATCH

POSITIVE	⊕	◇
NEGATIVE	⊖	◇
EVOLVING	◊	◆
STABLE	○	

Applicable Criteria

[Corporate Rating Criteria \(pub.03 Nov 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[National Scale Rating Criteria \(pub.22 Dec 2020\)](#)

Applicable Models

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

Corporate Monitoring & Forecasting Model (COMFORT Model), v8.1.0 [\(1\)](#)

Additional Disclosures

[Solicitation Status](#)

[Endorsement Status](#)

DISCLAIMER & DISCLOSURES

Todos os ratings de crédito da Fitch estão sujeitos a algumas limitações e termos de isenção de responsabilidade. Por favor, veja no link a seguir essas limitações e termos de isenção de responsabilidade: <http://fitchratings.com/understandingcreditratings>. Além disso, as definições de cada escala e categoria de rating, incluindo definições referentes a inadimplência, podem ser acessadas em <https://www.fitchratings.com/pt/region/brazil>, em definições de ratings, na seção de exigências regulatórias. Os ratings públicos, critérios e metodologias publicados estão permanentemente disponíveis neste website. O código de conduta da Fitch e as políticas de confidencialidade, conflitos de interesse; segurança de informação (firewall) de afiliadas, compliance e outras políticas e procedimentos relevantes também estão disponíveis neste website, na seção "código de conduta". Os interesses relevantes de diretores e acionistas estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. A Fitch pode ter fornecido outro serviço autorizado ou complementar à entidade classificada ou a partes relacionadas. Detalhes sobre serviço autorizado, para o qual o analista principal está baseado em uma empresa da Fitch Ratings (ou uma afiliada a esta) registrada na ESMA ou na FCA, ou serviços complementares podem ser encontrados na página do sumário do emissor, no website da Fitch.

Ao atribuir e manter ratings e ao produzir outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais recebidas de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém uma verificação adequada destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com

determinado grau de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e da natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações preexistentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado. A Fitch Ratings realiza ajustes frequentes e amplamente aceitos nos dados financeiros reportados, de acordo com as metodologias relevantes e/ou padrões do setor, de modo a prover consistência em termos de métricas financeiras para entidades do mesmo setor ou classe de ativos.

A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. A Fitch também fornece informações sobre os melhores cenários de elevação de rating e os piores cenários de rebaixamento de rating (definidos como o 99º percentil de transições de rating, medidos em cada direção) para ratings de crédito internacionais, com base no desempenho histórico. Uma média simples entre classes de ativos apresenta elevações de quatro graduações no melhor cenário de elevação e de oito graduações no pior cenário de rebaixamento no 99º percentil. Os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão listados detalhadamente em <https://www.fitchratings.com/site/re/10238496>

As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia, e a Fitch não garante ou atesta que um relatório ou seu conteúdo atenderá qualquer requisito de quem o recebe. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou da venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os

profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar o rating dos títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e da distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizado para estes assinantes até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam à utilização por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

A Fitch Ratings, Inc. está registrada na Securities and Exchange Commission dos EUA como uma "Nationally Recognized Statistical Rating Organization" (NRSRO – Organização de Rating Estatístico Reconhecida Nacionalmente). Algumas subsidiárias de ratings de crédito de NRSROs são listadas no Item 3 do NRSRO Form e, portanto, podem atribuir ratings de crédito em nome da NRSRO (consulte <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), mas outras subsidiárias de ratings de crédito não estão listadas no NRSRO Form (as "não-NRSROs"). Logo, ratings de crédito destas subsidiárias não são atribuídos em nome da NRSRO. Porém, funcionários da não-NRSRO podem participar da atribuição de ratings de crédito da NRSRO ou atribuídos em nome dela.

Copyright © 2024 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados.

Endorsement policy

Os ratings de crédito internacionais da Fitch produzidos fora da União Europeia (UE) ou do Reino Unido, conforme o caso, são endossados para uso por entidades reguladas na UE ou no Reino Unido, respectivamente, para fins regulatórios, de acordo com os termos do Regulamento das Agências de Rating de Crédito da UE ou do Reino Unido (Alterações etc.) (saída da UE), de 2019 (EU CRA Regulation or the UK Credit Rating Agencies (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019), conforme o caso. A abordagem da Fitch para endosso na UE e no Reino Unido pode ser encontrada na página de [Regulatory Affairs \(Assuntos Regulatórios\)](#) da Fitch, no site da agência. O status de endosso dos ratings de crédito internacionais é fornecido na página de sumário da entidade, para cada entidade classificada, e nas páginas de detalhes das transações, para transações de finanças estruturadas, no site da Fitch. Estas divulgações são atualizadas diariamente.