

11 DEC 2024

Fitch Atribui Rating 'AA(bra)' à Proposta de 6ª Emissão de Debêntures da Ser

Fitch Ratings - Rio de Janeiro - 11 Dec 2024: A Fitch Ratings atribuiu, hoje, Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)' à proposta de sexta emissão de debêntures simples e quirografárias da Ser Educacional S.A. (Ser). A proposta de emissão, no montante de BRL150 milhões, será realizada em até duas séries, com vencimentos em 2027 e 2029. Os recursos serão utilizados para refinaranciar o passivo da emissora. Atualmente, a Fitch classifica a Ser com Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)', Perspectiva Estável.

O rating reflete a mediana escala de operações da companhia frente à de seus principais pares no fragmentado e competitivo setor de ensino superior no Brasil, e seu forte posicionamento, sendo uma das principais empresas da indústria de educação das regiões Norte e Nordeste. Sua conservadora estrutura de capital, que tem histórico de reduzida alavancagem, já testada em diversos ciclos econômicos, é um importante pilar do rating. A estreita correlação da indústria de ensino superior com o ambiente econômico e o concentrado perfil de amortização da dívida da empresa também foram incorporados à análise.

A Perspectiva Estável incorpora a expectativa de que a Ser continuará fortalecendo gradualmente sua rentabilidade e preservará a alavancagem líquida abaixo de 2,5 vezes. Também considera a estimativa de manutenção de êxito 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 163 mil alunos de graduação híbrida, dos quais 3,5 mil de Medicina. Além disso, conta com 150 mil alunos de graduação na modalidade digital e 28 mil alunos de pós-graduação e/ou cursos técnicos.

A companhia detém 821 vagas anuais de Medicina, das quais trezentas foram recém-autorizadas, e possui 120 vagas pendentes de aprovação definitiva. As receitas dos cursos de Medicina são mais robustas, defensivas e têm maiores margens, e as vagas adicionais contribuirão para fortalecer a geração de caixa da Ser a médio prazo. Em 2023, aproximadamente 60% do EBITDA vieram de cursos de Medicina, 30% de graduação digital e 18% dos demais cursos presenciais. Os novos negócios (edtechs, fintechs e saúde animal e humana) ainda contribuem de forma negativa para a geração de caixa.

Correlação com o Cenário Macroeconômico: O setor de educação no Brasil apresenta correlação com

o ambiente macroeconômico, com variáveis-chave, como taxas de desemprego, de juros e de inflação, e renda média da população, afetando seu desempenho. Condições de negócios mais favoráveis devem apoiar a demanda, mas a escassez de financiamento público estudantil continua a limitar maiores aumentos na base de alunos na modalidade presencial. As projeções da Fitch incorporam índice de captação/(formatura + evasão) ao redor de 1,2 vez em 2024/2025 para este segmento, em linha com o reportado em 2023.

Para a graduação digital, a Fitch estima crescimento reduzido, como parte da estratégia da Ser de priorizar a rentabilidade. Esse segmento possui barreiras de entrada menores, competição intensa, elevada evasão e maior exposição a riscos regulatórios. Medidas do governo para intensificar a regulação do ensino a distância (EaD) não estão incorporadas ao cenário de rating.

Gradual Fortalecimento das Margens Operacionais: A Ser vem melhorando gradativamente suas margens operacionais, e o cenário-base incorpora margens de EBITDA entre 19% e 22% em 2024/2026, de 18% em 2023, segundo cálculos da Fitch. Estes avanços se apoiam, principalmente, na otimização de gastos com aluguel, revisão e automação de processos, readequação da estrutura orgânica e aumento da relação de alunos por turma. A maior participação dos cursos de Medicina nos resultados consolidados da Ser também deve fortalecer a rentabilidade.

FCF Positivo a Partir Deste Ano: A Fitch projeta EBITDA de BRL390 milhões e fluxo de caixa das operações (CFFO) de BRL145 milhões em 2024 e de BRL433 milhões e BRL230 milhões, respectivamente, em 2025. Em 2023, o EBITDA foi de BRL326 milhões, segundo cálculos da Fitch. A Ser possui o desafio de melhorar sua capacidade de geração de caixa, pois parte importante é consumida por capital de giro e pagamento de juros. As projeções da agência incorporam menor pressão sobre o capital de giro a partir de 2024, após a revisão de carteira realizada em 2023, com a venda de parte da Educured. O cenário-base considera investimentos anuais entre 5% e 5,5% da receita e retorno da distribuição de dividendos a partir de 2025, limitados ao mínimo regulatório, resultando em fluxo de caixa livre (FCF) de BRL35 milhões em 2024 e BRL100 milhões em 2025.

Conservadora Estrutura de Capital: A Ser possui longo histórico de conservadora estrutura de capital, operando com alavancagem líquida abaixo de 2,0 vezes - um fator-chave do rating. No período de 12 meses encerrado em setembro de 2024, a alavancagem líquida era de 1,9 vez, e o cenário-base da Fitch considera índice dívida líquida/EBITDA próximo a 1,5 vez a partir de 2025. As projeções não incorporam novas aquisições e consideram que o FCF será utilizado para reduzir o endividamento líquido, que totalizou BRL738 milhões em setembro de 2024.

SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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.

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

-- Uma elevação dos ratings é improvável a curto prazo e estará 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 longo.

PRINCIPAIS PREMISSAS

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

-- Base final de alunos de graduação híbrida, incluindo Medicina, entre 165 mil e 170 mil em 2024 e 2025;

-- Base final de alunos de graduação digital entre 135 mil e 145 mil em 2024 e 2025;

-- Investimentos médios anuais em torno de BRL110 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 um grau inferior ao da Cogna Educação S.A. (Cogna, AA+/Estável) por esta ter escala de negócios muito superior e portfólio de serviços mais diversificado, com importante fluxo de receita proveniente do Ensino Básico. A Ser possui um histórico de menor alavancagem líquida, entretanto, a Cogna tem maior flexibilidade financeira, dado seu 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). A diferença incorpora a estrutura de capital mais conservadora da Ser, com histórico de alavancagem líquida abaixo de 2,0 vezes ao longo de diversos ciclos econômicos. 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

Ajustes nas demonstrações financeiras que se desviem significativamente das demonstrações financeiras publicadas incluem:

-- 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

A Ser possui perfil de amortização de dívida concentrado, com BRL656 milhões vencendo nos próximos 24 meses (65% do total) e BRL270 milhões em caixa e aplicações financeiras em 30 de setembro de 2024. A Fitch espera que a companhia utilize o caixa e o esperado FCF positivo a partir deste ano, além dos BRL150 milhões da proposta de sexta emissão de debêntures, para apoiar os vencimentos de dívida dos próximos dois anos.

A Ser demonstra satisfatório acesso ao mercado de crédito local e tem conseguido refinanciar suas dívidas a um custo adequado. A dívida da empresa totalizava BRL1,0 bilhão, composta por debêntures (53%), empréstimos e financiamentos (35%), bem como obrigações por compra de ativos (12%).

PERFIL DO EMISSOR

A Ser é uma empresa privada de ensino superior e possui 163 mil alunos de graduação na modalidade presencial e/ou híbrida, sendo em torno 3,5 mil de Medicina e 150 mil na modalidade digital, e 28 mil alunos em cursos de pós-graduação ou técnicos.

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: 29 de novembro de 2024.

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

Fernanda Rezende

Senior Director

Presidente do Comitê

+55 21 4503 2619

Media Contacts

Eleis Brennan
New York
+1 646 582 3666
eleis.brennan@thefitchgroup.com

Rating Actions

ENTITY/DEBT	RATING	RECOVERY	PRIOR
Ser Educatcional S.A.			
	• senior unsecured	Natl LT AA(bra)	New Rating

RATINGS KEY OUTLOOK WATCH

POSITIVE	⊕	⬆
NEGATIVE	⊖	⬇
EVOLVING	⬆	⬇
STABLE	⊙	

Applicable Criteria

[Corporate Rating Criteria - Effective 3 November 2023 to 6 December 2024 \(pub.03 Nov 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)
[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 taxa 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.