

26 Jun 2020 | Affirmation

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

---

Fitch Ratings-Rio de Janeiro-26 June 2020:

A Fitch Ratings afirmou, hoje, o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA-(bra)' (AA menos (bra)) da Ser Educacional S.A. (Ser) e de suas debêntures quirografárias. A Perspectiva do rating corporativo é Estável.

O rating da Ser se apoia em seus fortes indicadores de crédito, suportados por estrutura de capital conservadora e adequada liquidez, além de consistente geração operacional de caixa. A classificação é limitada pela mediana escala de negócios da empresa no fragmentado e competitivo setor de ensino superior no Brasil, embora o forte posicionamento de suas marcas nas regiões Norte e Nordeste e sua estrutura diferenciada de custos ofereçam vantagens competitivas em relação aos pares. A Ser permanece com o desafio de aumentar sua base de alunos de forma orgânica, em um ambiente econômico ainda instável, com altas taxas de desemprego e menor oferta de vagas pelo Financiamento Estudantil (FIES).

A Perspectiva Estável reflete a expectativa de manutenção do posicionamento da Ser dentro da indústria e de alavancagem financeira líquida em patamares conservadores nos próximos anos — abaixo de 3,0 vezes —, incluindo aquisições, mesmo diante de um ambiente operacional mais desafiador. O cenário-base da Fitch projeta recuperação da geração operacional de caixa da Ser a partir de 2021, ante queda de 45% em 2020 frente a 2019.

### PRINCIPAIS FUNDAMENTOS DO RATING

Recuperação da Geração Operacional de Caixa em 2021: A agência estima que a Ser retome um nível mais normalizado de operações a partir de 2021, com EBITDA de BRL185 milhões e fluxo de caixa das operações (CFFO) de BRL292 milhões. Para 2020, o cenário-base da Fitch prevê um EBITDA de BRL169 milhões, 45% menor que o de 2019, pressionado pela menor captação de alunos e maiores índices de evasão, assim como de inadimplência, devido à pandemia de coronavírus. As economias de custos e despesas, principalmente na linha de aluguéis, não serão suficientes para anular os impactos da retração da base de alunos. O cenário-base da Fitch considera índice de captação de alunos/(evasão + formatura) de 0,8 vez em 2020, com recuperação para 1,2 vez em 2021.

As premissas da agência incorporam redução de 50% na captação de alunos dos cursos de graduação presencial e de 10% no ensino à distância (EAD), além de aumento da evasão em 10%, no segundo semestre de 2020 frente ao mesmo período do ano anterior. O CFFO deverá ficar em BRL77 milhões em 2020, dada a menor geração operacional de caixa no ano e a maior pressão sobre o capital de giro, com fluxo de caixa livre (FCF) negativo em BRL24 milhões. A Fitch projeta investimentos médios anuais de BRL66 milhões, de 2020 a 2022, abaixo da média de BRL89 milhões dos últimos quatro anos, e manutenção do pagamento de dividendos em 30% do lucro líquido de 2020 em diante.

**Alavancagem Conservadora:** A Ser possui espaço para se alavancar dentro de seu atual rating, o que reduz as pressões sobre sua estrutura de capital, decorrentes de uma menor geração operacional de caixa neste ano. A Fitch espera que a empresa continue administrando com cautela seu plano de expansão via aquisições a curto e médio prazos, sem pressionar sua estrutura de capital. O cenário-base da agência estima que a alavancagem financeira líquida da Ser, medida por dívida líquida/ EBITDA, será de 1,2 vez em 2020 e 1,1 vez em 2021, ainda permanecendo abaixo de 3,0 vezes em caso de aquisições.

**Desafio de Aumentar a Base Orgânica de Alunos:** A Ser possui o desafio de aumentar sua base orgânica de alunos em um ambiente operacional ainda desafiador, com elevadas taxas de desemprego e menor oferta de vagas do Fies, uma vez que atua em regiões onde a maior parte da população depende do acesso a esta fonte de financiamento. O cenário-base da Fitch projeta redução gradual desse programa, de modo que até 2021 ele deve representar menos de 10% da base total de estudantes da companhia, sendo compensado pelo aumento da quantidade de pagantes e daqueles com financiamento privado — inclusive da própria Ser. Esta modalidade não deve representar mais de 10% da base de alunos financiados, a médio prazo. Em 31 de março de 2020, 16,6% de sua base de alunos estavam atrelados ao Fies, frente a 45,2% em 2015. No mesmo período, a taxa de evasão aumentou de 16,0% para 18,4% na graduação presencial e de 20,2% para 28,3% na graduação EAD. A Fitch espera que a Ser gerencie cuidadosamente seus planos próprios de financiamento privado, limitando as pressões do capital de giro e os riscos de inadimplência.

**Incertezas no Ensino Superior:** A pandemia de coronavírus exacerbou os riscos do setor, trazendo maior impacto à geração operacional de caixa das companhias de educação e pressão sobre o capital de giro. O aumento das taxas de desemprego deve pressionar a captação de estudantes e elevar a evasão frente a 2019. A maior inadimplência esperada para o ano, aliada a potenciais atrasos nos repasses do Fies, também deve aumentar as necessidades de capital de giro das empresas do setor. A Ser e seus pares possuem o desafio de continuar expandindo a base de alunos em um cenário de maior incerteza, principalmente no que se refere à reestruturação do modelo de ensino presencial, decorrente das medidas de distanciamento social, além de manter a

rentabilidade da operação. A Ser também possui o desafio de administrar a inadimplência de seus contratos de financiamento privado com risco próprio (Educured).

Mediana Escala de Negócios: A Ser apresenta escala de negócios mediana no setor de educação superior do país, com operações ainda concentradas nas regiões Norte e Nordeste, e portfólio de cursos com avaliação satisfatória do Ministério da Educação (MEC). A estratégia de aquisições em curso, aliada à expectativa de maior participação do EAD na base de alunos, deve fortalecer a escala de negócios da companhia e seu posicionamento nas regiões onde já atua. Em 31 de março de 2020, a Ser possuía 184 mil alunos matriculados no ensino superior, sendo 76% desta base referentes a cursos de graduação presencial, que respondem por aproximadamente 91% de seu faturamento. A Fitch estima que a empresa irá acelerar a participação dos cursos de EAD em sua carteira a partir do próximo ano, com estimativa de alcançar 28% de representatividade na base de alunos (ante 17% em 2019) e 11% do faturamento (6% em 2019).

#### SENSIBILIDADE DOS RATINGS

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

Ações de rating positivas não são esperadas no curto prazo, dado o cenário desafiador da economia brasileira e do setor de ensino superior. A médio prazo, desenvolvimentos positivos estariam sujeitos aos seguintes fatores, individualmente ou em conjunto:

- Maior escala e melhor posicionamento das marcas da Ser dentro da indústria de ensino superior do Brasil;
- Crescimento contínuo da base de alunos diante de um cenário de menor oferta de vagas do Fies, que resulte em índice de captação/(formatura + evasão) superior a 1,0 vez, em bases sustentáveis, mantendo a rentabilidade.

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

- Queima de caixa em patamares acima do estimado pela agência nos próximos meses;
- Indicador dívida líquida/EBITDA acima de 3,0 vezes, em bases recorrentes;
- Redução da base de alunos nos próximos anos;
- Deterioração da reputação das marcas da companhia, com relevante perda de participação de mercado;

-- Enfraquecimento do perfil de liquidez.

### Melhores e Piores Cenários de Rating

Os ratings de crédito em escala internacional de Empresas Não Financeiras têm o melhor cenário de elevação (definido como o 99º percentil de transições de ratings, medido em uma direção positiva) de três graus ao longo de um horizonte de rating de três anos; e o pior cenário de rebaixamento (definido como o 99º percentil de transições de ratings, medido em uma direção negativa) de quatro graus ao longo de três anos. A faixa completa de melhores e piores cenários de ratings de crédito para todas as categorias de rating varia de 'AAA' a 'D'. Os melhores e piores cenários de ratings de crédito se baseiam no histórico de desempenho. Informações adicionais sobre a metodologia utilizada para determinar os melhores e piores cenários de rating específicos do setor estão disponíveis em <https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>

### PRINCIPAIS PREMISSAS

As principais premissas do cenário-base da Fitch para a Ser incluem:

- Queda de 50% na captação na graduação presencial e de 10% na do EAD, no segundo semestre de 2020 frente a 2019.
- Índice de captação de alunos/(formatura + evasão) em torno de 1,2 vez ao ano a partir de 2021;
- Redução gradual da base de alunos financiados pelo Fies para menos de 10% até 2021;
- Zero reajuste no tíquete médio do ensino superior em 2020 e em linha com a inflação (Índice de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA), a partir de 2021;
- Investimentos médios ao redor de BRL66 milhões por ano nos próximos três anos;
- Pagamento de dividendos de 30% do lucro líquido de 2020 em diante;
- Aquisições médias de BRL200 milhões por ano a partir de 2021.

### RESUMO DA ANÁLISE

O rating da Ser está posicionado no mesmo patamar do da Anima Holding S.A. (Anima, 'AA-(bra)' (AA menos (bra)); Perspectiva Estável) e dois graus abaixo dos da Cogna Educação S.A. (Cogna; 'AA+(bra)'; (AA mais (bra)); Perspectiva Negativa), devido à proeminente escala de negócios e a um

portfólio de serviços mais diversificado e complementar desta última, que inclui ainda atuação nos segmentos de ensino básico e plataformas educacionais. Estes pontos conferem à Cogna importantes vantagens competitivas e maior rentabilidade frente aos pares, permitindo que a empresa sustente classificação superior. No entanto, a Ser e a Anima apresentam um perfil financeiro mais conservador que o da Cogna, com maior espaço para se alavancar dentro da atual categoria de rating sem pressionar os gatilhos de rebaixamento.

Em 31 de março de 2020, a Ser tinha 184 mil alunos no ensino superior, ante 966 mil da Cogna e 125 mil da Anima, enquanto suas margens de EBITDA eram de 20,4%, ante 23,6% da Cogna, beneficiada pela forte atuação no EAD, e 14,3% da Anima, impactadas pela menor diluição de custos, dada sua menor escala. As três companhias apresentam robusto perfil de liquidez.

#### LIQUIDEZ E ESTRUTURA DA DÍVIDA

Liquidez Adequada: A Ser deve continuar reportando um perfil de liquidez satisfatório em bases sustentáveis, de forma a honrar seus compromissos financeiros e financiar parte de sua estratégia de aquisições. Em 31 de março de 2020, a companhia reportou caixa de BRL182 milhões e dívida de curto prazo de BRL109 milhões, com índice de cobertura de 1,7 vez. No mesmo período, a dívida total (BRL372 milhões) era composta por arrendamentos mercantis ex-IFRS 16 (55%), debêntures (20%), financiamentos junto ao IFC - International Finance Corporation (15%), compromissos a pagar por aquisição de controladas (7%) e linhas de Finame (3%).

De abril a maio, a Ser reforçou sua liquidez com captações bancárias de BRL500 milhões, mas a Fitch entende que esse caixa robusto é temporário e que parte desse montante será usado para financiar a expansão inorgânica da companhia. A maior concentração de pagamentos ocorre em 2022, quando vencem aproximadamente BRL400 milhões, e a Fitch espera que a companhia equacione com razoável antecedência este volume, a fim de evitar riscos de refinanciamento. A geração esperada de FCFs ao redor de BRL200 milhões por ano a partir de 2021 também deve contribuir para minimizar esse risco.

#### INFORMAÇÕES REGULATÓRIAS:

A presente publicação é um relatório de classificação de risco de crédito, para fins de atendimento ao artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

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: 17 de junho de 2016.

Data na qual a classificação em escala nacional foi atualizada pela última vez: 1 de julho de 2019.

A classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou a partes a ela relacionadas, e o rating atribuído não foi alterado 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](http://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](http://www.fitchratings.com)' e em '[www.fitchratings.com/brasil](http://www.fitchratings.com/brasil)'.

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 (1º de maio de 2020);

-- Metodologia de Ratings em Escala Nacional (8 de junho de 2020).

Ser Educacional S.A.; National Long Term Rating; Affirmed; AA-(bra); RO:Sta

----senior unsecured; National Long Term Rating; Affirmed; AA-(bra)

Contato:

Primary Rating Analyst

Tatiana Thomaz,

Associate Director

+55 21 4503 2605

Fitch Ratings Brasil Ltda.

Secondary Rating Analyst

Renato Mota, CFA, CFA, CAIA

Associate Director

+55 21 4503 2629

Committee Chairperson

Ricardo De Carvalho,

Managing Director

+55 21 4503 2627

Relações com a mídia: Jaqueline Carvalho, Rio de Janeiro, Tel: +55 21 4503 2623, O email [jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com](mailto:jaqueline.carvalho@thefitchgroup.com)

Informações adicionais estão disponíveis em [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

### **Metodologia Aplicada**

[Corporate Rating Criteria \(pub. 01 May 2020\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

[Metodologia de Ratings Corporativos \(pub. 01 May 2020\)](#)

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional \(pub. 08 Jun 2020\)](#)

[National Scale Rating Criteria \(pub. 08 Jun 2020\)](#)

### **Divulgações adicionais**

[Condição da solicitação](#)

[Endorsement Status](#)

[Política de endosso](#)

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/](http://FITCHRATINGS.COM/)

[UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](#). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. 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 SITE, NA SEÇÃO 'CÓDIGO DE CONDUTA'. A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2020 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). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe 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 razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar 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 natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes 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. As informações neste relatório são fornecidas 'tais como se apresentam', sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. 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 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 taxaço sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os 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 distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a 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 a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).

---

**ENDORSEMENT POLICY** - Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the [EU Regulatory Disclosures](#) page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.