

RELATÓRIO DE CRÉDITO

20 de junho de 2025

RATING PÚBLICO

Atualização

RATINGS ATUAIS (*)

	Rating	Perspectiva
Afya Participações S.A.		
Rating de Emissor	AAA.br	Estável
1ª Emissão de Debêntures – Série Única	AAA.br	--

(*) Esta publicação não anuncia uma Ação de Rating e, portanto, não deve ser considerada um Relatório de Classificação de Risco de Crédito, nos termos do disposto no artigo 16 da Resolução CVM no 9/2020. Consulte a página www.moodyslocal.com/country/br para visualizar os Comunicados relativos às Ações de Rating referenciadas nesta publicação.

CONTATOS

Guilherme Tsuzaki
Credit Analyst ML
guilherme.tsuzaki@moodys.com

Rafael Sommer
Credit Analyst ML
rafael.sommer@moodys.com

Patricia Maniero
Director – Credit Analyst ML
patricia.maniero@moodys.com

SERVIÇO AO CLIENTE

Brasil
+55.11.3043.7300

Afya Participações S.A.

	2022	2023	2024	UDM Mar25	2025E	2026E
Indicadores						
Dívida bruta / EBITDA	3,3x	2,8x	2,5x	2,3x	2,3x – 2,8x	2,0x – 2,5x
EBIT / Despesa financeira	2,6x	2,2x	3,0x	3,1x	2,0x – 2,5x	2,5x – 3,0x
CFO / Dívida bruta	19,3%	21,7%	29,0%	31,3%	22% - 27%	28% - 32%
R\$ (milhões)						
Receita	2.329	2.876	3.304	3.436	3.700 – 3.800	4.100 – 4.200
EBITDA	978	1.173	1.460	1.574	1.500 – 1.600	1.700 – 1.800

Fonte: Economática, Afya Limited e Moody's Local Brasil. Nota: [1] Todas as métricas de crédito quantitativas incorporam os ajustes-padrão da Moody's Local para as demonstrações financeiras para empresas não-financeiras; [2] EBIT e EBITDA incorporam receita financeira; [3] As métricas de crédito refletem as demonstrações financeiras da Afya Limited, que não consideram os resultados anualizados das aquisições realizadas.

RESUMO

O perfil de crédito da [Afya Participações S.A.](#) (“Afya” ou “Companhia”) reflete sua sólida posição competitiva como a líder do fragmentado mercado de graduação privada para cursos de medicina. Por meio de sua estratégia de crescimento orgânico e inorgânico, a Companhia tem conseguido ampliar a sua escala e abrangência geográfica, com processos de integração bem-sucedidos. Seu perfil de crédito também é beneficiado pelos sólidos fundamentos do defensivo mercado de graduação médica, que garantem elevadas margens e previsibilidade de fluxo de caixa. Consideramos que a alta exposição a um único segmento e os riscos de execução atrelados a sua estratégia são riscos para o crédito.

Em abril de 2025, os ratings da Afya foram elevados para AAA.br, de AA+.br. A ação refletiu a trajetória de fortalecimento de sua escala ao longo dos últimos anos, em conjunto à manutenção de fortes métricas de crédito, beneficiadas pelas elevadas margens e previsibilidade de fluxo de caixa. A ação também incorporou que a Companhia continuará com uma gestão financeira e a alocação de capital prudentes a fim de preservar sua flexibilidade financeira e liquidez.

Para os próximos 12 a 18 meses, projetamos que a alavancagem bruta ajustada deverá permanecer em torno de 2,5x, enquanto a cobertura de juros ajustada cairá para níveis próximos a 2,5x - em função de uma taxa básica de juros mais elevada. A dívida bruta ajustada inclui a dívida financeira, arrendamentos e obrigações por aquisições a pagar. Ao mesmo tempo, projetamos que a geração de fluxo de caixa operacional (CFO) e o fluxo de caixa livre (FCF) da Companhia continuarão robustos no médio prazo. No entanto, ponderamos que o consumo desse FCF dependerá da estrutura de financiamento de suas futuras atividades de fusões e aquisições.

Adicionalmente, consideramos que a liquidez da Afya é adequada, ao dispor de uma crescente geração de FCF, um cronograma de amortização de dívidas gerenciável e bom acesso ao mercado.

O rating da 1ª Emissão de Debêntures da Afya está em linha com o rating de emissor da Afya. A Moody's Local Brasil realiza a análise do perfil de crédito da Companhia com base nas demonstrações financeiras de sua controladora, Afya Limited, diante da forte relação entre ambas as entidades.

Pontos fortes de crédito

- Posição de liderança no fragmentado e regionalizado mercado de graduação privada para cursos de medicina.
- Fortalecimento de escala, posição competitiva e abrangência geográfica por meio de sua estratégia de crescimento.
- Fundamentos positivos para o setor de educação médica, que possui características defensivas, apesar de alta exposição a questões regulatórias.
- Elevadas margens e previsibilidade de fluxo de caixa sustentadas pelas características defensivas do mercado de graduação médica.
- Adequada posição de liquidez.

Desafios de crédito

- Concentração nos cursos de graduação de medicina, apesar de tendência de maior diversificação.
- Estratégia de crescimento agressiva, que carrega riscos de execução e integração.
- Forte competição no setor de educação médica para aumento de assentos ofertados por meio de atividades de M&A e/ou abertura de vagas.
- Histórico de atuação limitado no segmento de serviços digitais, além de estar exposto às mudanças tecnológicas.

Perspectiva dos ratings

A perspectiva estável da Afya reflete a expectativa da Moody's Local Brasil de que a Companhia seguirá seu plano de expansão de maneira prudente, mantendo níveis de fortes de rentabilidade e geração de caixa. Ao mesmo tempo, a perspectiva incorpora a expectativa de uma gestão financeira prudente a fim de preservar sua adequada liquidez e métricas de crédito.

Fatores que poderiam levar a uma elevação dos ratings

O rating da Afya está no patamar mais alto da escala e, portanto, não pode ser elevado.

Fatores que poderiam levar a um rebaixamento dos ratings

O rating da Afya pode ser rebaixado caso ocorra um enfraquecimento de suas operações, com deterioração dos níveis de rentabilidade e das métricas de crédito. O rating também pode ser rebaixado caso, exista um enfraquecimento de sua posição de liquidez e/ou da visão de uma política financeira mais agressiva. Quantitativamente, uma pressão negativa pode existir caso a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta/EBITDA) fique acima de 2,75x e cobertura de juros ajustada (EBIT/despesas financeiras) fique abaixo de 2,5x de maneira sustentada, com enfraquecimento da geração de fluxo de caixa.

Perfil

Com sede em Nova Lima, no estado de Minas Gerais, a Afya Participações S.A. é a maior instituição de ensino superior privado de medicina em número de assentos, com atuação também na prestação de outros cursos de graduação, educação continuada e outras soluções para prática médica. Nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, a Companhia gerou R\$ 3,4 bilhões em receita líquida com margem EBITDA ajustada de 45,8%.

A Afya é uma entidade de capital fechado, sendo a única subsidiária integral da Afya Limited cujas ações são negociadas na Nasdaq Global Select Market ("NASDAQ") desde 2019. Atualmente, a Afya Limited é controlada pela Bertelsmann SE& Co. ("Bertelsmann") com 75,3% do poder de voto e 64,7% do total de ações. Em conjunto, Bertelsmann SE& Co. e a Família Esteves possuem 75,2% de suas ações e 95,3% de poder de voto, dada estrutura de duas classes.

Principais considerações de crédito

Fortalecimento da sólida posição competitiva tem sido conquistado por meio de agressiva estratégia de crescimento

Por meio de sua estratégia de crescimento orgânico e inorgânico, a Afya fortaleceu sua escala e posição competitiva, desde seu início se deu em 1999, quando a Família Esteves - que possui ampla experiência na área da saúde – abriu sua primeira escola de medicina, Centro Universitário ITPAC, no estado do Tocantins; e logo, sua estratégia de expansão foi intensificada pela entrada do fundo de *private equity* Bozano (que posteriormente deu início ao fundo Crescera Investimento), em 2016. Até 2018, o foco foi no crescimento e consolidação no mercado de ensino superior voltado principalmente para os cursos de medicina e áreas da saúde. Após esse período, em 2019, com a criação da marca Afya e conclusão a oferta pública inicial de ações (“IPO”), a Companhia passou a buscar a expansão de seu portfólio de serviços, acelerando sua estratégia digital e ampliando o escopo de seus negócios com o objetivo de construir um ecossistema centrado no médico, capaz de entregar serviços de ponta a ponta durante toda sua jornada.

Desde o IPO, a Companhia anunciou 22 transações de fusões e aquisições, sendo onze de instituições de ensino – que, em conjunto, totalizam cerca de 2 mil assentos de medicina. O valor total das transações soma cerca de R\$ 4,6 bilhões, dos quais aproximadamente R\$ 481 milhões foram para aquisições no segmento de serviços digitais.

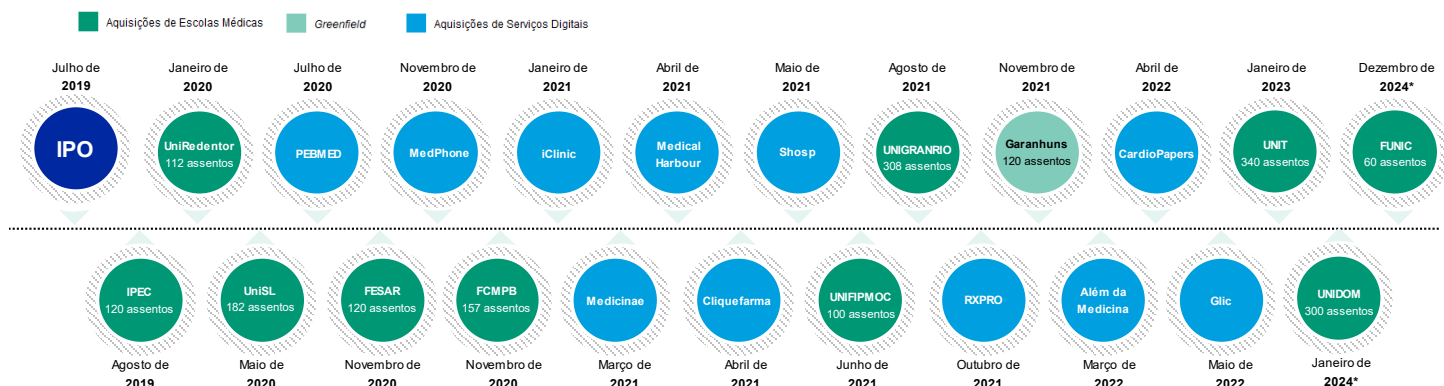
Entre essas operações de aquisições, duas delas foram anunciadas em 2024. Em janeiro, foi anunciada a aquisição das operações do Centro Universitário UNIDOMPEDRO (“Unidompedro”) e a Faculdade Dom Luiz localizadas no estado da Bahia, que em conjunto possuem cerca de 300 vagas de medicina. Com valor de R\$ 660 milhões, a transação reforçou a atuação da Companhia na região nordeste do país. Além disso, um *Earn-out* no valor de R\$ 250 mil por vaga, está previsto em caso a Unidompedro ou a Faculdade Dom Luiz saírem-se vencedoras de vagas adicionais pelo Mais Médicos 3 (ainda não concluído).

Posteriormente, em dezembro, a Companhia anunciou a compra da Faculdade Única de Contagem (“FUNIC”), localizada em Minas Gerais, a faculdade conta com 60 vagas de medicina com potencial de chegar a 432 alunos de medicina em sua maturação prevista para 2030. A operação foi concluída em maio de 2025, com um valor a ser pago de R\$ 100 milhões, dos quais 60% foram desembolsados no fechamento da operação e 40% serão pagos em três parcelas anuais. Adicionalmente, caso aprovado 60 vagas adicionais pelo Ministério de Educação (“MEC”) dentro de 36 meses após o fechamento da operação, será pago um valor adicional de R\$ 1 milhão por vaga adicional.

Como resultado dessa estratégia, Afya se tornou líder no fragmentado e regionalizado mercado de graduação privada para cursos de medicina em termos de vagas, com cerca de 3,6 mil vagas, ou 9% de participação de mercado, além de se posicionar como pioneira no avanço da oferta de serviços digitais no país. Sua estratégia busca, em média, aumentar sua base de alunos em 200 vagas por ano, além de potenciais oportunidades orgânicas para atingir seu objetivo de possuir 15% de participação de mercado em graduação de medicina até 2028. Ao mesmo tempo, destacamos que a Companhia também tem conseguido expandir organicamente em todos seus segmentos de atuação.

FIGURA 1
Estratégia de crescimento impulsionou a escala e fortaleceu sua participação de mercado

Linha do tempo das atividades de fusões e aquisições



*Nota: Número de assentos atuais das escolas médicas; * Aquisição da UNIDOM anunciada em janeiro de 2024 e concluída julho de 2024; e Aquisição da FUNIC anunciada em dezembro de 2024 e concluída em maio de 2025.*

Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

Apesar de tendência de maior diversificação, a concentração aos cursos de graduação de medicina segue relevante

Atualmente, suas operações são divididas em três segmentos: graduação, educação continuada e *Medical Practice Solutions*.

O segmento de **graduação** é o responsável pela maior parte da geração de receita da Companhia, tendo representado 88% do total nos últimos 12 meses encerrados em março de 2025. Atualmente, a Afya opera com 19 marcas de ensino distribuídas em 14 estados, que juntas contam com uma base de alunos de 87 mil – dos quais cerca de 25,9 mil estão matriculados em cursos de medicina. Considerando as recentes aquisições anunciadas, a base de alunos deve atingir 26,3 mil à medida que os cursos forem sendo maturados. Em termos de vagas aprovadas de medicina, a maior concentração está na região Nordeste (39% das vagas), seguida pelas regiões Norte (34%), Sudeste (24%) e Sul (3%).

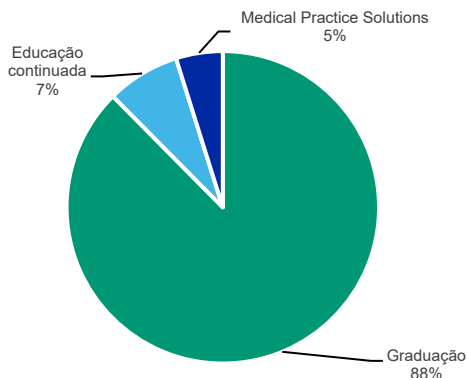
Embora também ofereça outros cursos de graduação em suas unidades, os cursos de medicina correspondem por aproximadamente 86% das mensalidades da graduação e 75% da receita total da Companhia dado o alto ticket médio praticado da educação médica – que foi de R\$ 9,2 mil, no primeiro trimestre de 2025, excluindo aquisições.

O segmento de **educação continuada** oferta programas de preparação para residência, preparação para testes de especialização e outras competências médicas, cursos de especialização e pós-graduação em medicina, ministrados por meio de conteúdo digital e presencial. Com uma representação de 7% da receita total da Companhia nos últimos doze meses encerrados em março, o segmento conta com uma base de alunos de 46,9 mil, em mais de 120 cursos. As aulas são ministradas em 20 unidades localizadas em diferentes cidades, em 16 estados e o Distrito Federal (“DF”).

Por fim, o segmento de **Medical Practice Solutions** tem por objetivo oferecer ferramentas que podem agregar valor na cadeia médica. Voltado para decisão clínica, gestão clínica e relacionamento médico-paciente para médicos, além de prover acesso, demanda e eficiência para os *players* do setor de saúde. Nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, a receita total do segmento foi de R\$ 166,9 milhões, dos quais R\$ 140,8 milhões foram referentes ao B2P.

FIGURA 2
Apesar da forte dependência da geração de caixa dos cursos de graduação,..

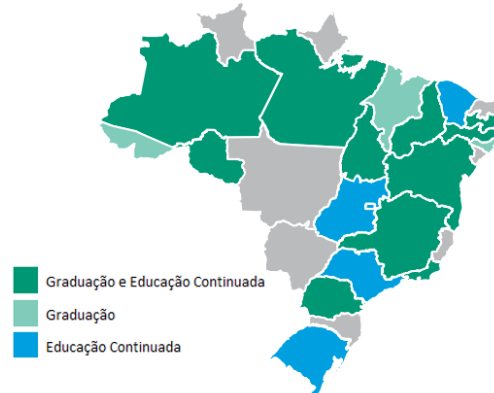
Distribuição da receita por segmento



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

FIGURA 3
... a Companhia possui boa diversificação, em função de sua abrangência geográfica, presente em 18 estados e DF

Localização dos cursos de graduação e educação continuada



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

Embora avaliemos como positiva a tendência de diversificação e ganho de escala, ponderamos que o elevado apetite pelo crescimento apresenta riscos de execução e integração, principalmente no segmento de serviços digitais, que tem histórico de atuação limitado e está exposto às mudanças tecnológicas. Ainda, a Moody's Local Brasil ressalta que a concentração da geração de caixa nos cursos de graduação médica é um risco para o perfil de crédito da Companhia, apesar de reconhecer a alta previsibilidade de fluxo de caixa dada as características defensivas do setor.

Manutenção de margens operacionais em patamares robustos

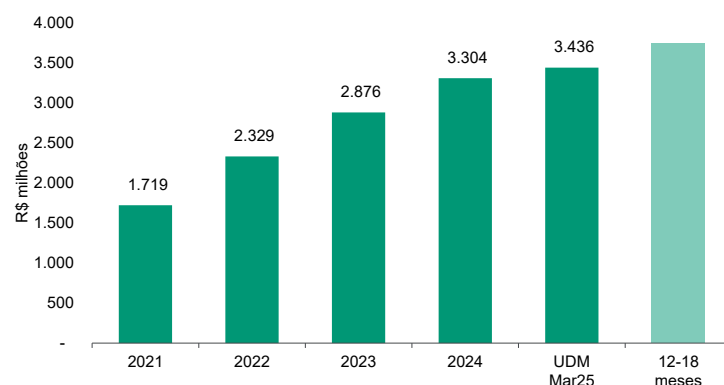
O forte ritmo de crescimento se traduziu em um aumento relevante de escala para Companhia, que no acumulado dos doze meses até março de 2025, atingiu R\$ 3,4 bilhões em receita líquida, frente a R\$ 751 milhões em 2019. Este crescimento deve se manter dado sua estratégia de adquirir 200 vagas ao ano, porém, os ganhos de escala deverão ser menores, uma vez que os ativos já consolidados passaram a ter maior representatividade.

Além disso, a Companhia tem se mostrado bem sucedida na execução e integração de suas aquisições ao longo dos últimos anos, ao mesmo tempo que tem conseguido manter margens operacionais em patamares robustos. Nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, a margem EBITDA ajustada foi de 45,8%, ante uma média de 40,5% entre 2021 e 2023. A Moody's Local Brasil espera que a margem EBITDA ajustada deverá se manter em patamares próximos a 40%-45%, considerando que ainda há uma curva de maturação dos cursos de medicina, sinergias a serem capturas das aquisições realizadas e expansão gradual das margens dos cursos de educação continuada e do segmento *Medical Practice Solutions*.

FIGURA 4

Afy a apresentou forte crescimento de escala...

Receita Líquida (R\$ milhões)

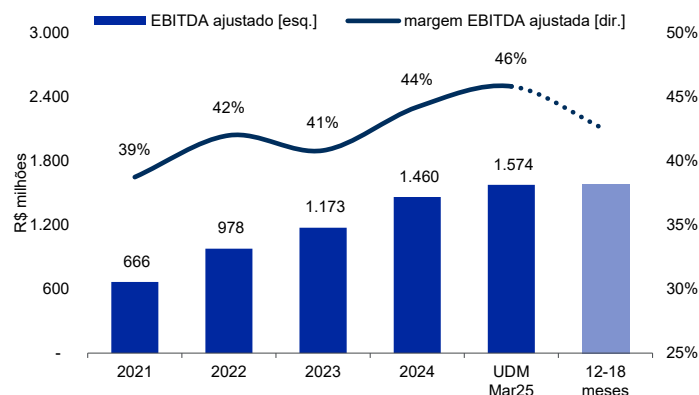


Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

FIGURA 5

... com manutenção de sua rentabilidade

EBITDA ajustado (R\$ milhões) e Margem EBITDA ajustada (%)



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

Métricas de crédito se beneficiaram da melhora na rentabilidade e devem permanecer em patamares adequados, além da boa previsibilidade de seu fluxo de caixa

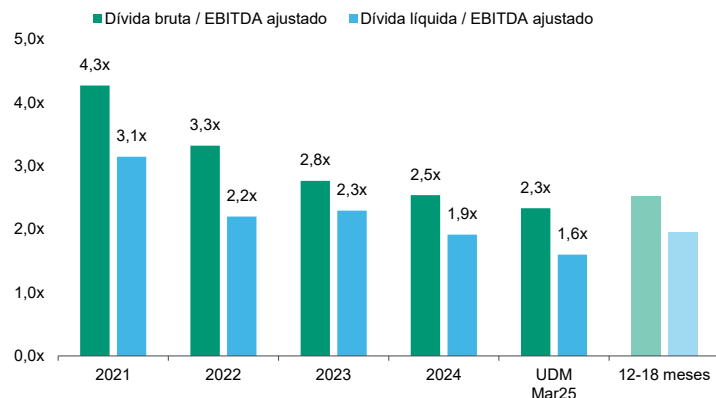
Em função do crescimento de escala e dos maiores níveis de rentabilidade, a Companhia tem apresentado expansão consistente na geração de EBITDA, o que tem permitido uma redução gradual de seu nível de alavancagem. Nos doze meses encerrados em março de 2025, a alavancagem bruta ajustada (dívida bruta /EBITDA) atingiu 2,3x, frente a 3,3x, 2,8x e 2,5x em 2022, 2023 e 2024, respectivamente. Esperamos que a alavancagem bruta ajustada deva permanecer em patamares próximos a 2,5x, considerando que as atividades de fusões e aquisições ao longo dos próximos anos serão financiadas por uma combinação adequada de geração de caixa e dívida, a fim de não pressionar suas métricas de crédito.

A cobertura de juros, por sua vez, atingiu 3,1x nos últimos doze meses encerrados em março de 2025, frente a 2,6x, 2,2x e 3,0x em 2022, 2023 e 2024, respectivamente. Apesar de ter captado novas dívidas com custos mais competitivos - como a linha de R\$ 500 milhões junto ao International Finance Corporation ("IFC"), com vencimento em 2030 e remuneração atrelada à variação do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) acrescida de 1,20% ao ano – espera-se uma pressão negativa sobre esse indicador nos próximos 12 a 18 meses, em razão da manutenção de uma taxa básica de juros elevada ao longo de 2025. Vale destacar que as dívidas emitidas entre 2020 e 2023 (com exceção da operação com o Softbank) apresentam custos variando entre CDI +1,75% e CDI +1,90%.

A Moody's Local Brasil realiza a análise do perfil de crédito da Companhia com base nas demonstrações financeiras de sua controladora, Afya Limited, diante da forte relação entre ambas as entidades. A principal diferença entre ambas as demonstrações financeiras é a contabilização da emissão de ações preferenciais perpétuas conversíveis Série A junto ao SoftBank Latin America Fund ("SoftBank") no valor de US\$ 150 milhões (ou R\$ 845 milhões) no nível da Afya Limited, cujo pagamento de dividendo cumulativo é 7,5% ao ano em base trimestral.

FIGURA 6
Resultado operacional robusto, auxiliou na desalavancagem gradual da Companhia,...

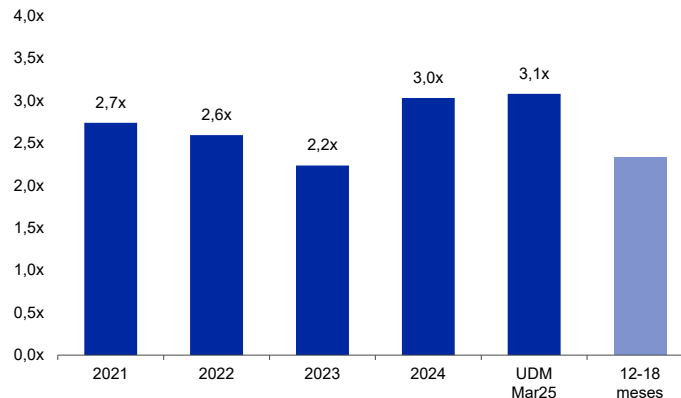
Dívida Bruta / EBITDA ajustado e Dívida líquida / EBITDA ajustado



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

FIGURA 7
... porém, taxa básica de juros mais elevada, deverá pressionar a cobertura de juros

EBIT / Despesas financeiras



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

Fundamentos positivos para o fragmentado e regionalizado setor de educação médica

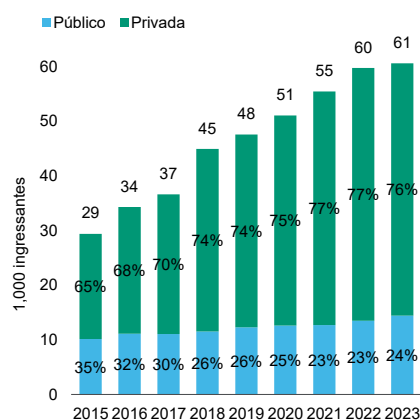
Assim como o setor de ensino superior no Brasil, o mercado de ensino superior de medicina é altamente fragmentado, apesar de estar passando por um movimento de consolidação, e dominado por instituições privadas em termos de vagas ofertadas (76%). Segundo o último Censo de Educação Superior de 2023, os cursos ofertados estão altamente concentrados na região Sudeste do país, correspondendo por cerca de 44% das vagas ou 26,8 mil vagas ofertadas.

O setor de graduação médica apresenta um desequilíbrio estrutural entre oferta e demanda. Do lado da **demand**a, a perspectiva é de manutenção de forte procura pelos cursos dado o alto retorno da profissão e a baixa penetração de médicos no país em meio ao envelhecimento da população. Historicamente, o Brasil apresentou baixos indicadores de médicos por mil habitantes com elevada concentração nas capitais e grandes centros. Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Brasil apresenta um índice de 2,2 médicos por mil habitantes.

Do lado da **oferta**, por sua vez, existe uma forte exposição às questões regulatórias, incluindo a abertura de novas vagas em meio a uma intensa dinâmica concorrencial diante da consolidação de mercado. A Moody's Local Brasil considera que tal exposição é uma barreira à entrada, porém também reconhece que existem riscos dado o potencial de mudanças no arcabouço regulatório, que podem incluir, por exemplo, cancelamento de vagas, obrigatoriedade de infraestrutura específica e mudanças no programa 'Mais Médicos'. O Programa Mais Médico foi instituído em julho de 2013 e regulamentada pela Lei 12.871 /2013 como parte de um esforço do Governo Federal, com apoio de estados e municípios, para a melhoria dos atendimentos no Sistema Único de Saúde (SUS), levando médicos para regiões que necessitam, prevendo mais investimentos e abrindo novas vagas de graduação e residência médica. Desde a sua criação em 2013, o programa contribuiu de forma substancial para o aumento de vagas de medicina no Brasil; no entanto, em abril de 2018, MEC anunciou o congelando a abertura de novas vagas por cinco anos, uma vez que tinha alcançado a meta de 11 mil novas matrículas por ano. Atualmente, o programa encontra-se em sua terceira fase (Mais Médicos III), cuja primeira etapa foi concluída em janeiro de 2025, com foco na análise das condições financeiras das instituições proponentes. O resultado final do Mais Médicos III está previsto para ser divulgado ainda este ano.

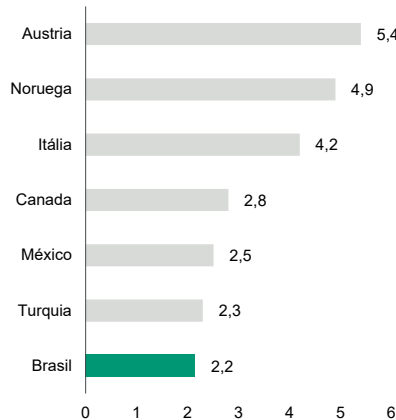
Como resultado, temos uma dinâmica na qual a demanda tem se mostrado superior à oferta de maneira consistente, levando a um alto poder de precificação por parte das instituições de ensino bem como baixos índices de inadimplência e evasão.

FIGURA 8
Número de ingressantes têm aumentado, ...
1,000 ingressantes



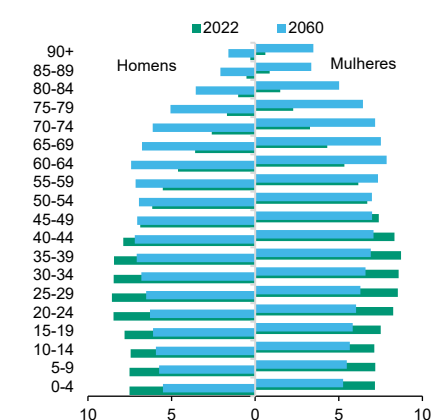
Fonte: Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep)

FIGURA 9
...enquanto baixos indicadores de médicos por habitante, ...
Médicos por 1,000 habitantes



Nota: Dados mais recentes disponíveis
Fonte: OCDE

FIGURA 10
...e envelhecimento populacional, impulsionam a demanda por médicos
Habitantes, milhões



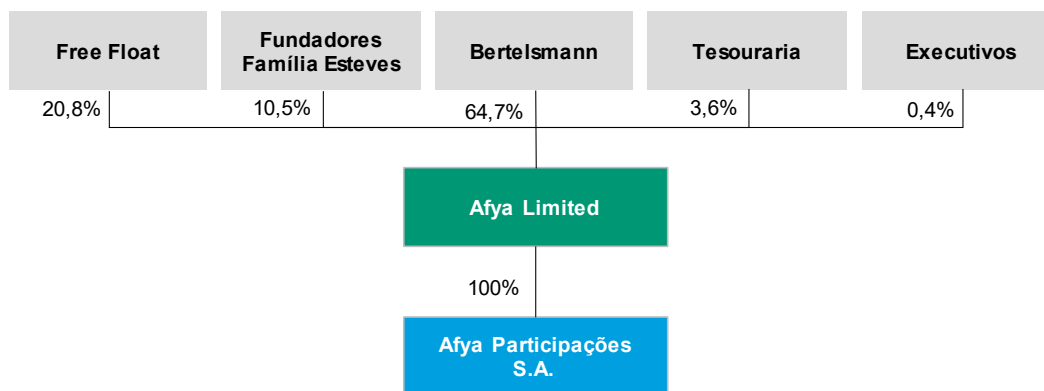
Considerações Ambientais, Sociais e de Governança (ESG)

A Afya é uma holding não-operacional de capital fechado, sendo a única subsidiária integral da Afya Limited que foi constituída durante o IPO em 2019, quando suas ações passaram a ser negociadas na NASDAQ. Desde então, a Afya Limited possui duas classes de ações ordinárias, Classe A e Classe B, assim como ações preferenciais perpétuas conversíveis - que pertencem ao SoftBank.

Atualmente, a Afya Limited é controlada pela Bertelsmann com 75,3% do poder de voto e 64,7% do total de ações. A Família Esteves (fundadora), por sua vez, é o segundo maior acionista e detém 20,0% do poder de voto e 10,5% do total de ações. Em conjunto, Bertelsmann SE & Co. e a Família Esteve possuem 75,2% de suas ações e 95,3% de poder de voto, dada estrutura de duas classes. A Moody's Local Brasil considera que a estrutura de duas classes de ações é menos favorável do ponto de vista de governança quando comparado ao mais usual que possui somente uma classe. Ainda, do ponto de vista estratégico, a estrutura de duas classes permite com que a Companhia consiga continuar levantando capital por meio de novas emissões de ações ao mesmo tempo que protege o interesse de seus acionistas controladores. Ao longo dos últimos anos, a Bertelsmann tem aumentado sua participação na Companhia.

FIGURA 11
Estrutura acionária

Em abril de 2025, com base no total de ações



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

O Conselho de Administração é composto por 10 membros, dos quais dois são copresidentes – sendo um representando da Bertelsmann e outro da família Esteves -, mais um membro da família Esteves, mais três membros da Bertelsmann, um membro do Softbank e quatro membros independentes. A Companhia conta com seis diretorias e três comitês.

Dado os setores de atuação da Companhia, seus riscos **ambientais** são baixos. Em contrapartida, enxergamos que os riscos sociais são altos diante das tendências demográficas e sociais, capital humano e relações com clientes.

No que tange à exposição aos riscos **sociais**, no setor de ensino superior, consideramos que as mudanças nas tendências demográficas e nas preferências dos consumidores, incluindo aumento da demanda por experiências híbridas e online, tendem a pressionar as instituições de ensino superior a inovar e se adaptar, desafiando principalmente aquelas instituições com recursos limitados a permanecerem competitivas. No âmbito do capital humano, também consideramos os riscos relacionados a dependência e a importância de corpo docente qualificado para garantir a qualidade e diferenciação do ensino, além do relacionamento com os sindicatos diante dos acordos coletivos. A Companhia também está exposta a riscos atrelados a regulamentações, como por exemplo, a dependência de autorização MEC para abertura de novas vagas em determinados cursos, como por exemplo medicina; redução de incentivos governamentais para o acesso ao crédito estudantil e bolsas de estudos como o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (“FIES”); e o Programa Universidade para Todos (“PROUNI”), que concede bolsas de estudo integrais ou parciais à um público alvo para cursos de ensino superior, tendo como contrapartida benefícios fiscais às mantenedoras, tais como a Afya. Ainda, para o segmento de serviços digitais, a Companhia também está exposta as mudanças tecnológicas, que incluem, por exemplo, o surgimento de novos produtos e mudanças nas preferências do consumidor, de modo que podem afetar a demanda por seus principais produtos e serviços. Não obstante, enxergamos que o setor tende a se beneficiar do crescimento de novas tecnologias.

Adicionalmente, dada a importância de suas marcas, a Companhia está exposta a riscos reputacionais, que podem surgir de uma variedade de fontes, tais como, a perda do reconhecimento da qualidade e questões de privacidade de dados. A possível incapacidade de garantir a segurança de dados, como ataques cibernéticos e fraudes operacionais, pode denegrir a reputação das empresas, afetando a retenção e prospecção de novos clientes, além de originar passivos judiciais e aumento de custos operacionais.

Considerações Estruturais

O rating da 1ª Emissão de Debêntures da Afya está em linha com o rating de emissor da Companhia. Sob regime de garantia firme, a montante da operação é de R\$ 500 milhões. O cronograma de pagamento de principal será em duas parcelas iguais em 2027 e 2028, enquanto a remuneração das debêntures carregará juros de DI acrescido de spread de 1,8% com pagamentos semestrais.

A estrutura possui *covenant* financeiro de dívida líquida sobre EBITDA igual ou inferior a 3,0x a partir de 2022, calculado anualmente com base nas demonstrações financeiras da Afya Limited. Cabe mencionar que o cálculo da dívida inclui as contas a pagar por aquisição e desconsidera o saldo referente as ações preferenciais detidas pelo Softbank.

Análise de Liquidez

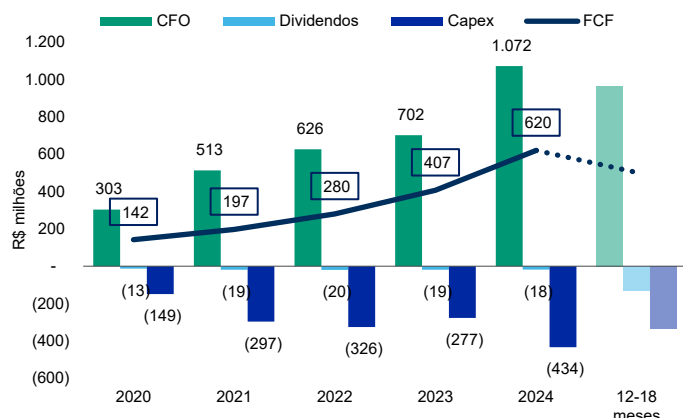
Consideramos que a posição de liquidez da Afya é adequada, diante de uma crescente geração de FCF, um cronograma de amortização de dívidas gerenciável e bom acesso ao mercado.

Historicamente, a Companhia apresenta bons níveis de conversão de EBITDA em geração de caixa operacional (CFO), tendência que acreditamos ser sustentável. Em nossas projeções, estimamos um CFO em torno de R\$ 1 bilhão, capex anual (incluindo investimentos de manutenção e pagamento de principal de arrendamento) entre R\$ 300 e R\$ 350 milhões e pagamento de dividendos próximo a 20% do lucro líquido do exercício anterior. Com isso, o FCF projetado deve ficar em torno de R\$ 500 – 600 milhões, frente aos R\$ 407 milhões e R\$ 620 milhões em 2023 e 2024, respectivamente. Embora haja a expectativa de que o consumo desse FCF dependerá da estrutura de financiamento de suas futuras atividades de fusões e aquisições, a Moody's Local Brasil espera que a Companhia tenha prudência em sua alocação de capital e na gestão de passivos financeiros, a fim de não pressionar sua posição de caixa frente a dívida de curto prazo, assim como garantir um cronograma de amortização de dívida adequado.

A Afya manteve historicamente uma posição de caixa superior à dívida ajustada vincenda no curto prazo, com exceção de 2023. Em março de 2025, a Afya possuía uma posição de caixa de R\$ 1,2 bilhão e uma dívida ajustada de curto prazo de R\$ 613 milhões – que incluem empréstimos, arrendamentos e contas relacionadas às aquisições.

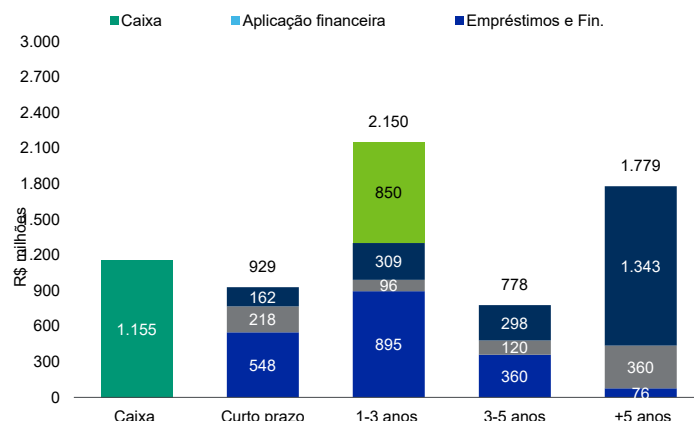
Além do bom acesso ao mercado, também enxergamos que a Companhia possui flexibilidade financeira, conforme ilustrado pela estrutura de ações preferenciais perpétuas conversíveis Série A junto ao Softbank. Por meio dessa estrutura, o Softbank poderá, a qualquer tempo, converter suas ações preferenciais perpétuas conversíveis em ações ordinárias a um preço de conversão estabelecido de U\$S 25,35, bem como terá o direito de resgatar a qualquer momento após o 5º aniversário (2026) com prêmio de 105% - que poderão ser pagos com ações ordinárias, caixa ou uma combinação de ambos. Ainda, a Afya terá o direito de forçar a conversão após o 3º aniversário caso certas condições de conversão forem satisfeitas.

FIGURA 12
Liquidez adequada, diante da robusta geração de FCF, ...
CFO, Dividendos, Capex e FCF (R\$ milhões)



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

FIGURA 13
...em conjunto à um cronograma de amortização gerenciável
Em março de 2025, com base no fluxo contratual não descontado



Fonte: Afya e Moody's Local Brasil

Em março de 2025, a Companhia reportou um montante total de dívida bruta ajustada de R\$ 3,1 bilhões – R\$ 1,4 bilhão de empréstimos e financiamentos, R\$ 850 milhões da emissão junto ao Softbank, R\$ 989 milhões arrendamento e R\$ 466 milhões de contas relacionadas às aquisições.

Definição dos ratings atribuídos

Consulte o documento Escalas de Rating do Brasil, disponível em <https://moodyslocal.com.br/>, para maiores informações a respeito das definições dos ratings atribuídos.

Metodologia

A metodologia aplicável ao(s) rating(s) é a Metodologia de Rating para Empresas Não-Financeiras - (30/jul/2024), disponível na seção de Metodologias em <https://moodyslocal.com.br/relatorios/metodologias-estruturas-analiticas-de-avaliacao/>

O presente relatório não deve ser considerado como publicidade, propaganda, divulgação ou recomendação de compra, venda, ou negociação dos instrumentos objeto destas classificações de risco de crédito.

© 2025 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. e/ou suas licenciadas e afiliadas (em conjunto, "MOODY'S"). Todos os direitos reservados.

OS RATINGS DE CRÉDITO ATRIBUÍDOS PELAS AFILIADAS DE RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S SÃO AS OPINIÕES ATUAIS DA MOODY'S SOBRE O RISCO FUTURO RELATIVO DE CRÉDITO DE ENTIDADES, COMPROMISSOS DE CRÉDITO, DÍVIDA OU VALORES MOBILIÁRIOS EQUIVALENTES À DÍVIDA, DE MODO QUE OS MATERIAIS, PRODUTOS, SERVIÇOS E AS INFORMAÇÕES PUBLICADAS, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZADAS, PELA MOODY'S (COLETIVAMENTE "MATERIAIS") PODEM INCLUIR TAIS OPINIÕES ATUAIS. A MOODY'S DEFINE RISCO DE CRÉDITO COMO O RISCO DE UMA ENTIDADE NÃO CUMPRIR COM AS SUAS OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS NA DEVIDA DATA DE VENCIMENTO E QUAISQUER PERDAS FINANCEIRAS ESTIMADAS EM CASO DE INADIMPLEMENTO ("DEFAULT"). VER A PUBLICAÇÃO APLICÁVEL DA MOODY'S RELACIONADA AOS SÍMBOLOS E DEFINIÇÕES DE RATINGS DE CRÉDITO PARA MAIS INFORMAÇÕES SOBRE OS TIPOS DE OBRIGAÇÕES CONTRATUAIS E FINANCEIRAS ENDEREÇADAS PELOS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S INVESTORS SERVICE. OS RATINGS DE CRÉDITO NÃO TRATAM DE QUALQUER OUTRO RISCO, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A: RISCO DE LIQUIDEZ, RISCO DE VALOR DE MERCADO OU VOLATILIDADE DE PREÇOS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES CONTIDAS NOS MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DECLARAÇÕES SOBRE FATOS ATUAIS OU HISTÓRICOS. OS MATERIAIS DA MOODY'S PODERÃO TAMBÉM INCLUIR ESTIMATIVAS DO RISCO DE CRÉDITO BASEADAS EM MODELOS QUANTITATIVOS E OPINIÕES RELACIONADAS OU COMENTÁRIOS PUBLICADOS PELA MOODY'S ANALYTICS, INC. E/OU SUAS AFILIADAS. OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM OU FORNECEM ACONSELHAMENTO FINANCEIRO OU DE INVESTIMENTO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONFIGURAM E NÃO PRESTAM RECOMENDAÇÕES PARA A COMPRA, VENDA OU DETENÇÃO DE UM DETERMINADO VALOR MOBILIÁRIO. OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO CONSTITUEM RECOMENDAÇÕES SOBRE A ADEQUAÇÃO DE UM INVESTIMENTO PARA UM DETERMINADO INVESTIDOR. A MOODY'S ATRIBUI SEUS RATINGS DE CRÉDITO, SUAS AVALIAÇÕES E OUTRAS OPINIÕES, E DIVULGA, OU DE ALGUMA FORMA DISPONIBILIZA, OS SEUS MATERIAIS ASSUMINDO E PRESSUPONDO QUE CADA INVESTIDOR FARÁ O SEU PRÓPRIO ESTUDO, COM A DEVIDA DILIGÊNCIA, E PROCEDERÁ À AVALIAÇÃO DE CADA VALOR MOBILIÁRIO QUE TENHA A INTENÇÃO DE COMPRAR, DETER OU VENDER.

OS RATINGS DE CRÉDITO DA MOODY'S, SUAS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS NÃO SÃO DESTINADAS PARA O USO DE INVESTIDORES DE VAREJO E SERIA IMPRUDENTE E INADEQUADO AOS INVESTIDORES DE VAREJO USAR OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES OU MATERIAIS DA MOODY'S AO TOMAR UMA DECISÃO DE INVESTIMENTO. EM CASO DE DÚVIDA, O INVESTIDOR DEVERÁ ENTRAR EM CONTATO COM UM CONSULTOR FINANCEIRO OU OUTRO CONSULTOR PROFISSIONAL.

TODAS AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE DOCUMENTO ESTÃO PROTEGIDAS POR LEI, INCLUINDO, ENTRE OUTROS, OS DIREITOS DE AUTOR, E NÃO PODEM SER COPIADAS, REPRODUZIDAS, ALTERADAS, RETRANSMITIDAS, TRANSMITIDAS, DIVULGADAS, REDISTRIBUÍDAS OU REVENDIDAS OU ARMAZENADAS PARA USO SUBSEQUENTE PARA QUALQUER UM DESTES FINS, NO TODO OU EM PARTE, POR QUALQUER FORMA OU MEIO, POR QUALQUER PESSOA, SEM O CONSENTIMENTO PRÉVIO, POR ESCRITO, DA MOODY'S. PARA FINS DE CLAREZA, NENHUMA INFORMAÇÃO CONTIDA AQUI PODE SER UTILIZADA PARA DESENVOLVER, APERFEIÇOAR, TREINAR OU RETREINAR QUALQUER PROGRAMA DE SOFTWARE OU BANCO DE DADOS, INCLUINDO, MAS NÃO SE LIMITANDO A, QUALQUER SOFTWARE DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL, APRENDIZADO DE MÁQUINA OU PROCESSAMENTO DE LINGUAGEM NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGIA E/OU MODELO.

OS RATINGS DE CRÉDITO, AS AVALIAÇÕES, OUTRAS OPINIÕES E MATERIAIS DA MOODY'S NÃO SÃO DESTINADOS PARA O USO, POR QUALQUER PESSOA, COMO UMA REFERÊNCIA ("BENCHMARK"), JÁ QUE ESTE TERMO É DEFINIDO APENAS PARA FINS REGULATÓRIOS E, PORTANTO, NÃO DEVEM SER UTILIZADOS DE QUALQUER MODO QUE POSSA RESULTAR QUE SEJAM CONSIDERANDOS REFERÊNCIAS (BENCHMARK).

Toda a informação contida neste documento foi obtida pela MOODY'S junto de fontes que esta considera precisas e confiáveis. Contudo, devido à possibilidade de erro humano ou mecânico, bem como outros fatores, a informação contida neste documento é fornecida no estado em que se encontra ("AS IS"), sem qualquer tipo de garantia, seja de que espécie for. A MOODY'S adota todas as medidas necessárias para que a informação utilizada para a atribuição de ratings de crédito seja de suficiente qualidade e provenha de fontes que a MOODY'S considera confiáveis, incluindo, quando apropriado, terceiros independentes. Contudo, a MOODY'S não presta serviços de auditoria e não pode, em todos os casos, verificar ou confirmar, de forma independente, as informações recebidas nos processos de ratings de crédito ou na preparação de seus Materiais.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade perante qualquer pessoa ou entidade relativamente a quaisquer danos ou perdas, indiretos, especiais, consequenciais ou incidentais, decorrentes ou relacionados com a informação aqui incluída ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação, mesmo que a MOODY'S ou os seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores sejam informados com antecedência da possibilidade de ocorrência de tais perdas ou danos, incluindo, mas não se limitando a: (a) qualquer perda de lucros presentes ou futuros; ou (b) qualquer perda ou dano que ocorra em que o instrumento financeiro relevante não seja objeto de um rating de crédito específico atribuído pela MOODY'S.

Na medida do permitido por lei, a MOODY'S e seus administradores, membros dos órgãos sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças e fornecedores não aceitam qualquer responsabilidade por quaisquer perdas ou danos, diretos ou compensatórios, causados a qualquer pessoa ou entidade, incluindo, entre outros, por negligência (mas excluindo fraude, conduta dolosa ou qualquer outro tipo de responsabilidade que, para que não subsistam dúvidas, por lei, não possa ser excluída) por parte de, ou qualquer contingência dentro ou fora do controle da, MOODY'S ou de seus administradores, membros de órgão sociais, empregados, agentes, representantes, titulares de licenças ou fornecedores com a informação aqui incluída, ou pelo uso, ou pela inaptidão de usar tal informação.

A MOODY'S NÃO PRESTA NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, QUANTO À PRECISÃO, ATUALIDADE, COMPLETEDE, VALOR COMERCIAL OU ADEQUAÇÃO A QUALQUER FIM ESPECÍFICO DE QUALQUER RATING DE CRÉDITO, AVALIAÇÃO, OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÕES DADAS OU PRESTADAS, POR QUALQUER MEIO OU FORMA, PELA MOODY'S.

A Moody's Investors Service, Inc., uma agência de rating de crédito, subsidiária integral da Moody's Corporation ("MCO"), pelo presente, divulga que a maioria dos emissores de títulos de dívida (incluindo obrigações emitidas por entidades privadas e por entidades públicas locais, outros títulos de dívida, notas promissórias e papel comercial) e de ações preferenciais classificadas pela Moody's Investors Service, Inc., acordaram, antes da atribuição de qualquer rating de crédito, pagar à Moody's Investors Service, Inc., para fins de avaliação de ratings de crédito e serviços prestados por esta agência. A MCO e todas as entidades que emitem ratings sob a marca (Moody's Ratings) também mantêm políticas e procedimentos destinados a preservar a independência dos ratings de crédito e processos de ratings de crédito da Moody's Ratings. São incluídas anualmente no website ir.moody.com, sob o título "Investor Relations — Corporate Governance — Charter Documents — Director and Shareholder Affiliation Policy" informações acerca de certas relações que possam existir entre administradores da MCO e as entidades classificadas com ratings de crédito e entre as entidades que possuem ratings da Moody's Investors Service, Inc. e que também informaram publicamente à SEC (Security and Exchange Commission – EUA) que detêm participação societária maior que 5% na MCO.

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., e Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (coletivamente, as "Moody's Non-NRSRO CRAs") são todas subsidiárias de agências de classificação de risco integralmente detidas de forma indireta pela MCO. Nenhuma das Moody's Non-NRSRO CRAs é uma Organização de Classificação de Risco Estatístico Nacionalmente Reconhecida (NRSRO).

Termos adicionais apenas para a Austrália: qualquer publicação deste documento na Austrália será feita nos termos da Licença para Serviços Financeiros Australiana da afiliada da MOODY'S, a Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 e/ou pela Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (conforme aplicável). Este documento deve ser fornecido apenas a distribuidores ("wholesale clients"), de acordo com o estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. Ao continuar a acessar esse documento a partir da Austrália, o usuário declara e garante à MOODY'S que é um distribuidor ou um representante de um distribuidor, e que não irá, nem a entidade que representa irá, direta ou indiretamente, divulgar este documento ou o seu conteúdo a clientes de varejo, de acordo com o significado estabelecido pelo artigo 761G da Lei Societária Australiana de 2001. O rating de crédito da Moody's é uma opinião em relação à idoneidade creditícia de uma obrigação de dívida do emissor e não diz respeito às ações do emissor ou qualquer outro tipo de valores mobiliários disponíveis para investidores de varejo.

Termos adicionais apenas para a Índia: Os ratings de crédito da Moody's, avaliações, outras opiniões e Materiais não têm a intenção de ser, e não devem ser, utilizadas ou consideradas, por usuários localizados na Índia em relação a valores mobiliários listados ou propostos para listagem em bolsas de valores indianas.

Termos adicionais referentes a *Second Party Opinions* ("SPO") e *Avaliações Net Zero* ("NZA") (conforme definido nos Símbolos e Definições de Rating da Moody's Ratings): Por favor, observe que as SPOs e as NZAs não são um 'rating de crédito'. A emissão de SPOs não é uma atividade regulamentada em muitas jurisdições, incluindo Singapura. JAPÃO: No Japão, o desenvolvimento e a oferta de SPOs se enquadram na categoria de 'Negócios Auxiliares', não em 'Negócios de Rating de Crédito', e não estão sujeitos às regulamentações aplicáveis aos 'Negócios de Rating de Crédito' sob a Lei de Instrumentos Financeiros e Câmbio do Japão e suas regulamentações relevantes. RPC: Qualquer SPO: (1) não constitui uma Avaliação de Bônus Verde da RPC conforme definido por quaisquer leis ou regulamentos relevantes da RPC; (2) não pode ser incluído em nenhum documento de declaração de registro, circular de oferta, prospecto ou qualquer outro documento enviado às autoridades reguladoras da RPC ou utilizado de outra forma para atender a qualquer requisito de divulgação regulatória da RPC; e (3) não pode ser utilizado na RPC para qualquer fim regulatório ou para qualquer outro fim que não seja permitido pelas leis ou regulamentos relevantes da RPC. Para os fins deste aviso legal, "RPC" refere-se ao continente da República Popular da China, excluindo Hong Kong, Macau e Taiwan.