

## Cielo (CIEL3): Resultado 2T20

### Prejuízo líquido de R\$ 75 milhões, ou -R\$ 30 milhões, excluindo potenciais variações pontuais

A Cielo divulgou seus resultados do 2T, com um prejuízo líquido de R\$ 75 milhões. Se excluirmos algumas variações pontuais, ainda estaríamos falando de um prejuízo líquido de ~R\$ 30 milhões, que se compara a nossa estimativa de prejuízo líquido de R\$ 3 milhões e ao lucro líquido positivo de R\$ 64 milhões do consenso. O COVID-19 definitivamente desempenhou um papel fundamental, impactando o segmento de varejo do Brasil. Porém, no final do dia, acreditamos que os impactos nos volumes de cartões foram muito menos graves do que o inicialmente esperado. Nesse sentido, os números da Cielo certamente decepcionaram. E o COVID-19 não é o motivo pelo qual a empresa está em uma posição tão fraca hoje.

### O TPV (volume total de pagamentos) confirma recuperação mais forte em maio/junho

A última vez que ajustamos os números da Cielo foi no início de maio, quando dados e feedback de nossas conversas com vários players do mercado indicaram um final difícil para março/abril. Mas os números mais recentes de TPV já indicavam uma recuperação mais forte do que o esperado em maio e junho, o que também pudemos ver na Cielo, cujo TPV total caiu "apenas" 22% a/a no 2T, muito melhor do que estávamos modelando (consulte a Tabela 1). Como resultado, a receita encolheu muito menos do que esperávamos. No entanto, apesar de uma receita melhor, as despesas cresceram ainda mais.

### A Receita bruta caiu 14% t/t; O yield da receita da Cielo Brasil melhorou ligeiramente

A receita bruta atingiu R\$ 2,7 bilhões no 2T, queda de 14% t/t e de 13% a/a. Mas os números a/a não são 100% comparáveis, pois os rebates que a Cielo paga aos acionistas controladores deixaram de ser uma dedução da receita e agora são registrados no CPV. Na Cielo Brasil, o yield da receita melhorou ligeiramente no trimestre, para 0,79%, o que é uma boa notícia, considerando o aumento de volumes de cartões de débito no mix e que possuem um yield menor (44% do TPV total no 2T vs. 39% no 1T). Além disso, a penetração de pré-pagamentos caiu muito, pois a Cielo foi mais restritiva devido ao COVID-19. Como resultado, as receitas de produtos de prazo caíram 29% t/t e 53% a/a.

#### BTG Pactual – Equity Research:

**Eduardo Rosman**

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

**Thomas Peredo, CFA**

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

#### BTG Pactual Digital – Equity Research & Strategy:

**Ricardo Cavalieri**

São Paulo – Banco BTG Pactual S.A.

[fundamentalista@btgpactual.com](mailto:fundamentalista@btgpactual.com)

| Cielo            |              |
|------------------|--------------|
| Data             | 03/08/2020   |
| Ticker           | CIEL3        |
| Rating           | Neutro       |
| Preço Alvo (R\$) | 5,0          |
| Preço (R\$)      | 5,4          |
| Listagem         | Novo Mercado |

| Trading Data:           |           |
|-------------------------|-----------|
| Market Cap (R\$ mn)     | 14.548,51 |
| Vol. Médio 12M (R\$ mn) | 153,02    |

| Múltiplos: | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|
| P/L        | 8,1x  | 7,0x  |
| EV/EBITDA  | 23,2x | 15,3x |

| Stock Performance: |        |
|--------------------|--------|
| Julho (%)          | 16,2%  |
| LTM (%)            | -25,1% |



Fonte: BTGPactual e Economática

| Valuation        | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| RoIC (EBIT) %    | 27,6    | 15,9    | 6,8      | 8,7      | 11,1     |
| EV/EBITDA        | 4,7     | 6,9     | 8,1      | 7,0      | 5,8      |
| P/L              | 7,0     | 12,9    | 23,2     | 15,3     | 11,6     |
| Dividend Yield % | 14,5    | 3,1     | 1,7      | 1,9      | 3,7      |

| Resumo Financeiro (R\$ milhões) | 12/2018 | 12/2019 | 12/2020E | 12/2021E | 12/2022E |
|---------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| Receita                         | 13.291  | 12.520  | 9.887    | 11.863   | 13.041   |
| EBITDA                          | 6.240   | 4.146   | 2.456    | 2.684    | 3.064    |
| Lucro Líquido                   | 3.465   | 1.759   | 600      | 911      | 1.199    |
| LPA (R\$)                       | 1,28    | 0,65    | 0,22     | 0,34     | 0,44     |
| DPA Líquido (R\$)               | 1,29    | 0,26    | 0,09     | 0,10     | 0,19     |
| Dívida Líquida/Caixa            | -4.989  | -5.990  | -5.970   | 4.854    | 3.972    |

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 5,12, em 28 de julho de 2020.

### Variações pontuais impactaram o CPV e as despesas; Mas, mesmo com essas pontualidade, o Opex teve um desempenho inferior

O CPV da Cielo Brasil não caiu no mesmo ritmo que a receita e foi impactado por um valor extraordinário de R\$ 27,4 milhões relacionado a descontos residuais. A administração deu mais cor aos custos relacionados à amortização dos subsídios de PDV (pontos de vendas), que começaram a declinar quando a empresa abandonou sua estratégia mais agressiva de cauda longa. A principal parte negativa veio das despesas, que aumentaram 20% t/t (queda de 6% a/a). A Cielo destacou R\$ 40,5 milhões em despesas extraordinárias relacionadas a: i) provisões para perdas operacionais, ii) provisões para dívidas não cobradas e iii) baixas de terminais de captura. Mas, mesmo desconsiderando esses efeitos, as despesas ainda foram muito altas.

### Despesas da Cateno novamente impactadas por reclamações de clientes; Prejuízo líquido em outras subsidiárias continuam em alta

Se a Cielo Brasil reportou um prejuízo líquido de R\$ 34 milhões no 2T (vs. R\$ 338 milhões de lucro no 2T19), o quadro não foi muito melhor na Cateno, a joint venture com o BB, cujo resultado final de R\$ 37 milhões encolheu 55% t/t e 67% a/a, com as despesas continuando a aumentar devido a mais reclamações de clientes. A receita caiu 23% t/t. Outras subsidiárias, como M4U e Me-S, aceleraram seus prejuízos líquidos para -R\$ 79 milhões, acima de -R\$ 42 milhões no 1T20 e -R\$ 23 milhões no 2T19. O EBITDA consolidado da Cielo atingiu R\$ 377 milhões, queda de 51% t/t e de 64% a/a e 15% abaixo da nossa estimativa. O índice de alavancagem caiu para 1,21x no 2T vs. 1,62x no 1T.

### Reiterando uma visão mais cautelosa; COVID-19 não é a razão pela qual a Cielo está com desempenho baixo

No geral, reiteramos nossa visão mais cautelosa sobre a ação. Do ponto de vista estratégico, acreditamos que a Cielo ainda oferece um valor decente, devido à seu grande market share, número de clientes, TPV etc. Também apreciamos a recente parceria com o WhatsApp, mesmo que ainda não esteja em funcionamento. Mas do ponto de vista operacional, sua perspectiva é extremamente difícil: está perdendo pessoal valioso, não tem independência para realmente se transformar e não é uma divisão de um banco que funcione como um centro de custo. Sob a atual estrutura acionária, lutamos para ver boas perspectivas para a empresa.

**Tabela 1: Revisão de resultados da Cielo no 2T20 - R\$ milhões**

| <b>DRE Cielo (R\$ milhões)</b>                               | <b>2T20A</b> | <b>2T20E</b> | <b>A/E %</b>   | <b>1T20</b>  | <b>2T19</b>  |
|--|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>Receita Bruta</b>   | <b>2.676</b> | <b>1.726</b> | <b>55,0%</b>   | <b>3.112</b> | <b>3.079</b> |
| Impostos sobre serviços                                      | -225         | -156         | 44,5%          | -281         | -279         |
| ARV (Receita Fin. Produtos de prazo)                         | 141          | 117          | 20,3%          | 197          | 302          |
| <b>Receita Líquida</b>                                       | <b>2.591</b> | <b>1.687</b> | <b>53,6%</b>   | <b>3.028</b> | <b>3.101</b> |
| CPV  | -1.902       | -1.208       | 56,2%          | -2.058       | -1.727       |
| Lucro Bruto  | 689          | 470          | 46,6%          | 970          | 1.374        |
| <i>Margem de contribuição (%)</i>                            | <i>26,6%</i> | <i>27,8%</i> | <i>-4,6%</i>   | <i>32,0%</i> | <i>44,3%</i> |
| Despesas de Vendas, Gerais & Administrativas                 | -432         | -293         | 47,3%          | -400         | -458         |
| Outras despesas Operacionais líquidas                        | -195         | -35          | 457,1%         | -117         | -98          |
| <b>Lucro Operacional</b>                                     | <b>62</b>    | <b>142</b>   | <b>-56,2%</b>  | <b>454</b>   | <b>817</b>   |
| D&A  | -315         | -302         | 4,2%           | -317         | -233         |
| <b>EBITDA</b>  | <b>377</b>   | <b>444</b>   | <b>-15,1%</b>  | <b>771</b>   | <b>1.050</b> |
| <i>Margem EBITDA (%)</i>                                     | <i>14,6%</i> | <i>26,3%</i> |                | <i>25,5%</i> | <i>33,9%</i> |
| Receitas Financeiras   | -101         | -143         | -29,3%         | -141         | -156         |
| Imposto de Renda   | -20          | 0            | -7002,6%       | -110         | -180         |
| <b>Lucro Líquido pós-imposto</b>                             | <b>-59</b>   | <b>-1</b>    | <b>7449,8%</b> | <b>203</b>   | <b>481</b>   |
| Minoritários   | 16           | 2            | 591,8%         | 36           | 50           |
| Lucro extraordinário   | -45          | 0            | n.a.           | 0            | 0            |
| <b>Lucro Líquido recorrente</b>                              | <b>-30</b>   | <b>-3</b>    | <b>869,3%</b>  | <b>167</b>   | <b>431</b>   |
| <i>Margem Líquida (%)</i>                                    | <i>-1,2%</i> | <i>-0,2%</i> |                | <i>5,5%</i>  | <i>13,9%</i> |
| <b>Lucro Líquido ajustado (ex- amortização, pós imposto)</b> | <b>14</b>    | <b>41</b>    | <b>-65,3%</b>  | <b>311</b>   | <b>476</b>   |
| <i>Margem lucro caixa (%)</i>                                | <i>0,6%</i>  | <i>2,5%</i>  |                | <i>7,0%</i>  | <i>15,3%</i> |

Fonte: Relatórios da empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes:

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Padrão:

*O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.*

*Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.*

*As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.*

*Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.*

*O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.*

*O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.*

*O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.*

*O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.*

*O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.*

**Certificação dos analistas:** *Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.*

*Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.*

*Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.*

*O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.*

*Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)*