

# Cielo

1 de Fevereiro de 2017

## Resultado 4T16 e revisão de preço: resultado trimestral em linha e valuation atraente

A Cielo divulgou um resultado em linha com nossas estimativas e aproveitamos para revisar nossas projeções para incorporar o ambiente mais desafiador. Reduzimos nosso preço alvo para 2017 em 16,7% de R\$ 42,00 para R\$ 36,00, porém, apesar de todos os contratemplos, permanecemos otimistas sobre o desempenho da companhia e acreditamos que CIEL3 está sendo negociada a um valor atrativo, o que reforça nossa recomendação de *Outperform*. Nos últimos meses, a ação performou abaixo do Ibovespa devido a algumas notícias ruins sobre seu desempenho operacional e, sobretudo, por todo burburinho regulatório. Atualizamos nossas estimativas para incorporar uma recuperação mais gradual do consumo diminuindo o volume transacionado e as receitas para os próximos anos, além de reduzirmos o lucro líquido em 5,2% e 6,4% para 2017 e 2018, respectivamente.

**Resultado 4T16 e dados operacionais.** Quanto ao resultado trimestral, consideramos neutro, com o lucro líquido alcançando R\$ 1.064 mi, exatamente em linha com nossas estimativas e 8,9% abaixo do consenso. O principal destaque positivo foi a receita operacional bruta, 2,7% melhor que a esperada devido ao volume maior do que a nossa conservadora projeção, enquanto, pelo lado negativo, destacamos o desempenho pior que o esperado do negócio de aquisição de recebíveis. O volume de transações financeiras reduziu seu ritmo e cresceu somente 3,1% a/a no 4T16 contra 4,5% a/a no 3T16. Porém, não podemos tirar conclusões sobre o *market share* enquanto o Itaú não divulgar os números da Rede, mas é provável que a Cielo tenha perdido *market share* novamente. Outro destaque negativo relatado foi o número de terminais POS que caiu 9,3% t/t devido ao aumento do índice de mortalidade dos varejistas, impactado pelo cenário macroeconômico.

**Perspectivas.** Mantemos nossa visão positiva sobre a empresa pois acreditamos que há mais riscos de *upside* para CIEL3 devido ao impacto limitado das possíveis mudanças regulatórias anunciadas recentemente e, em nossa opinião, a ação está sendo negociada com um *upside* atrativo, de 35,9% para o nosso preço alvo. Assim, atualizamos nosso preço alvo para 2017 para R\$ 36,00 mantendo nossa recomendação de *Outperform*.

R\$ Milhões	4T16 R	4T16 E	R / E	t/t	a/a
<b>Volume Financeiro de Transações</b>	<b>159.360</b>	<b>151.852</b>	<b>4,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>3,1%</b>
Crédito	87.463	87.523	-0,1%	7,6%	-0,6%
Débito	71.897	64.329	11,8%	15,6%	7,9%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>3.441,4</b>	<b>3.350,6</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,3%</b>
Impostos sobre Serviços	(320,9)	(295,0)	8,8%	2,9%	4,9%
Receita Líquida	3.120,5	3.055,6	2,1%	1,9%	2,1%
Custo dos Serviços Prestados	(1.292,5)	(1.234,4)	4,7%	0,7%	-2,5%
Resultado Bruto	1.828,0	1.821,2	0,4%	2,7%	5,6%
Despesas Operacionais	(432,1)	(470,0)	-8,1%	8,6%	7,7%
EBITDA	1.395,9	1.361,2	2,6%	1,0%	5,0%
Depreciações e Amortizações	(238,9)	(240,3)	-0,6%	0,4%	-8,5%
Resultado Operacional	1.157,0	1.120,9	3,2%	1,1%	8,3%
Receitas Financeiras (Despesas)	387,6	549,2	-29,4%	4,6%	30,3%
Resultado Financeiro (sem aquisição de recebíveis)	(191,7)	(194,4)	-1,4%	-17,7%	-36,8%
Aquisição de Recebíveis	579,3	743,6	-22,1%	-4,0%	-3,6%
Lucro antes do IR e CSLL (EBT)	1.544,6	1.670,0	-7,5%	1,9%	13,1%
Imposto de Renda e Contribuição Social	(480,5)	(606,0)	-20,7%	3,6%	3,0%
Taxa de Imposto Efetivo	31,1%	36,3%	- 517 bps	51 bps	- 306 bps
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.064,1</b>	<b>1.064,1</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>18,3%</b>
Margem Bruta	58,6%	59,6%	- 102 bps	46 bps	196 bps
Margem EBITDA	44,7%	44,5%	19 bps	- 40 bps	124 bps
Margem Operacional	37,1%	36,7%	40 bps	- 28 bps	213 bps
Margem Líquida	34,1%	34,8%	- 72 bps	- 22 bps	468 bps

Fonte: Cielo e BB Investimentos

## Serviços Financeiros

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br

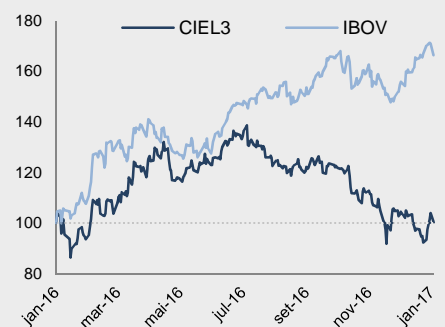
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br

Kamila Oliveira  
kamila@bb.com.br

CIEL3	Outperform
Preço de Mercado 30/01/2017 (R\$)	26,72
Preço Alvo para 12/2017 (R\$)	36,00
Upside	35,9%
Valor de Mercado (R\$ milhões)	60.260
Varição 1 mês	-3,8%
Varição 12m	-3,4%
Varição 2016	-3,8%
Mín. (52 sem.) (R\$)	22,88
Máx. (52 sem.) (R\$)	37,32

Valuation	R\$ Milhões
Equity Value 2017E	81.495
WACC	13,5%
Perpetuidade (g)	5,0%

Múltiplos	2016	2017 E	2018 E
P/L	14,7	13,2	12,0
P/VPA	20,3	18,2	16,4
LPA (R\$)	1,77	1,98	2,20



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

**Desempenho anual e mudanças regulatórias.** Apesar do Brasil estar enfrentando a pior recessão da sua história, com sete trimestres consecutivos de contração do PIB, a Cielo apresentou no consolidado de 2016 um bom aumento de volume transacionado (6,7%) e crescimento de dois dígitos na receita operacional bruta e no lucro líquido, 10,7% e 14,1% respectivamente. Em relação ao recente ruído regulamentar, destacamos:

- (i) **Abertura do Mercado.** A migração total do atual modelo multi-VAN para o modelo *full acquire*, em nossa opinião, será mais gradual e com possibilidade de postergações do prazo de entrega atual, em Julho, devido à complexidade contratual e tecnológica. O impacto para Cielo deverá ser limitado uma vez que a bandeira Elo representou apenas 1,2% do volume total de transações financeiras em 2016 e deverá ser parcialmente compensado pela captura de outras bandeiras;
- (ii) **Diferenciação do preço.** Em nossa opinião, a medida aprovada no final de 2016, a qual permite aos lojistas cobrarem preços diferenciados, dependendo do meio de pagamento usado, simplesmente autoriza uma prática que já era realidade no comércio, e também tem impacto restrito para os adquirentes, uma vez que, o pagamento em dinheiro possui alguns problemas de segurança e custos;
- (iii) **Redução do ciclo do cartão de crédito.** Por último, mas não menos importante, somos categóricos sobre esse tópico: não acreditamos em uma mudança drástica no ciclo do cartão de crédito no curto prazo. A discussão sobre esse tema, que retornou a pauta em Dezembro, já esfriou. Em nossa percepção, reduzir o atual ciclo de transferência do pagamento das vendas para os lojistas de 30 para 2 dias aumentaria ainda mais a grande barreira de entrada já existente no mercado de cartões, principalmente para os emissores de cartões. As companhias não ligadas a bancos, como o Nubank por exemplo, não teriam fundos suficientes para financiar o *float* negativo e provavelmente enfrentariam desequilíbrios, culminando num possível encerramento das atividades. O aumento da competição na indústria de cartões é o que o Bacen tem estimulado desde que se tornou regulador deste mercado e, por essa razão, não acreditamos em mudanças drásticas no curto prazo. Para a Cielo, o pior cenário, que seria a mudança do ciclo para 2 dias de uma só vez, impactaria em apenas 8% o lucro líquido anual, considerando que o ciclo de redução afetaria 40% da receita de seu negócio de recebíveis que atualmente corresponde a 20% do lucro líquido.

**Atualização do modelo.** Atualizamos nossas estimativas para incorporar: (i) a recuperação mais gradual do consumo diminuindo a receita operacional bruta em 5,3% e 7,6% para 2017 e 2018, respectivamente; (ii) a menor receita de recebíveis (9,2% e 9,3%) para os próximos anos; (iii) receitas financeiras menores, afetadas pela Selic de um dígito para o final de 2017, segundo o relatório Focus do Bacen, enquanto as despesas financeiras, por sua vez, são mais baixas devido a desalavancagem da companhia. Por fim, reduzimos o lucro líquido em 5,2% e 6,4% para 2017 e 2018 e nossa nova projeção indica um crescimento de 12% do lucro líquido em 2017 e CAGR de 11% entre 16-19.

### Atualização do Modelo

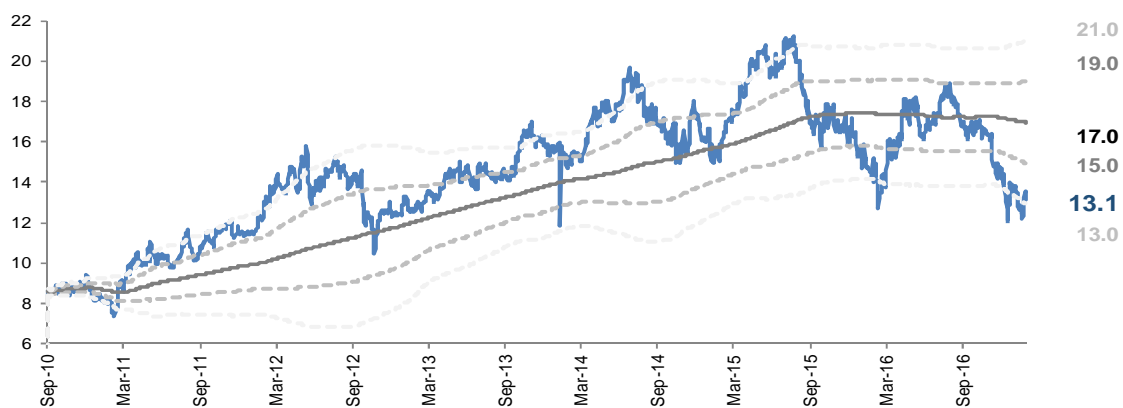
Demonstrações de Resultados (R\$ milhões)	2016	2017 E			2018 E			2019 E
		Anterior	Novo	Δ %	Anterior	Novo	Δ %	
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>13.544</b>	<b>15.190</b>	<b>14.384</b>	<b>-5,3%</b>	<b>16.321</b>	<b>15.085</b>	<b>-7,6%</b>	<b>16.164</b>
Impostos sobre Serviços	(1.243)	(1.367)	(1.295)	-5,3%	(1.469)	(1.358)	-7,6%	(1.455)
Receita Líquida	12.301	13.823	13.089	-5,3%	14.852	13.728	-7,6%	14.709
Aquisição de Recebíveis	2.410	2.546	2.312	-9,2%	2.683	2.434	-9,3%	2.547
<b>Receita Líquida Total</b>	<b>14.711</b>	<b>16.369</b>	<b>15.402</b>	<b>-5,9%</b>	<b>17.535</b>	<b>16.161</b>	<b>-7,8%</b>	<b>17.257</b>
Custo dos Serviços Prestados	(5.103)	(5.356)	(5.201)	-2,9%	(5.538)	(5.262)	-5,0%	(5.509)
Despesas Operacionais	(1.662)	(1.803)	(1.708)	-5,3%	(1.905)	(1.761)	-7,6%	(1.879)
Resultado Financeiro	(958)	(636)	(623)	-2,1%	(442)	(431)	-2,3%	(380)
Receitas Financeiras	234	199	168	-15,5%	129	96	-25,5%	24
Despesas Financeiras	1.193	835	791	-5,3%	571	528	-7,6%	404
Depreciações e Amortizações	(966)	(1.294)	(930)	-28,1%	(1.472)	(1.002)	-31,9%	(994)
<b>Lucro antes do IR e CSLL (EBT)</b>	<b>6.021</b>	<b>7.279</b>	<b>6.940</b>	<b>-4,7%</b>	<b>8.179</b>	<b>7.706</b>	<b>-5,8%</b>	<b>8.495</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5.535</b>	<b>6.664</b>	<b>6.181</b>	<b>-7,2%</b>	<b>7.539</b>	<b>6.802</b>	<b>-9,8%</b>	<b>7.346</b>
Margem EBITDA	37,6%	40,7%	40,1%	-58 bps	43,0%	42,1%	-90 bps	42,6%
Imposto de Renda e Contribuição Social	(1.837)	(2.366)	(2.256)	-4,7%	(2.658)	(2.504)	-5,8%	(2.761)
Acionistas Não Controladores	(178)	(180)	(199)	10,6%	(202)	(223)	10,6%	(250)
<b>Lucro Líquido</b>	<b>4.005</b>	<b>4.733</b>	<b>4.485</b>	<b>-5,2%</b>	<b>5.319</b>	<b>4.978</b>	<b>-6,4%</b>	<b>5.484</b>
Margem Líquida	27,2%	28,9%	29,1%	20,6 bps	30,3%	30,8%	47,0 bps	31,8%

Fonte: Cielo e BB Investimentos

**Oportunidade ou armadilha?** No gráfico, destacamos os últimos 5 anos do consenso Bloomberg para o múltiplo P/L 12m *forward*, traçando a média móvel de 2 anos com dois desvios padrão para cima e para baixo. Atualmente, a CIEL3 está sendo negociada a 13,1x P/L, enquanto a média móvel de 2 anos está em 17,0x. Após o desempenho abaixo do Ibovespa desde Agosto passado, intensificado pela sua queda em Dezembro com todo ruído regulatório, o P/L da Cielo caiu abaixo dos dois desvios padrão. Este é o maior desvio da média móvel do setor financeiro e, em nossa opinião, respondendo à pergunta no início do parágrafo, considerando o CARG de 11% para os próximos três anos e seus bons fundamentos de longo prazo, tais números consistem em uma oportunidade.

## Cielo - P/L 12m forward

Bloomberg consensus



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

**Valuation.** Nosso preço alvo de R\$ 36,00 para o final de 2017 deriva de um Modelo de Fluxo de Caixa Descontado, assumindo um WACC de 13,5% com crescimento nominal de perpetuidade (g) de 5%. CIEL3 está sendo negociada a 13,1x P/L 2017E.

## INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

### Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé Carlos Daltozo Kamila Oliveira			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

6 - As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

### RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

## Administração

**Diretor**  
Fernando Campos

**Gerente Executiva**  
Fernanda Peres Arraes

## Equipe de Pesquisa

**Gerente - Wesley Bernabé** wesley.bernabe@bb.com.br

## Renda Variável

### Equity I

Analista-Chefe – Mário Bernardes Junior

### Equity II

Analista-Chefe – Victor Penna

### Educação

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br

### Agronegócios

Márcio de Carvalho Montes  
mcmontes@bb.com.br

### Infraestrutura e Concessões

Renato Hallgren  
renatoh@bb.com.br

### Alimentos & Bebidas

Luciana Carvalho  
luciana\_cvl@bb.com.br

### Imobiliário

Daniel Cobucci  
cobucci@bb.com.br

### Materiais Básicos

Victor Penna  
victor.penna@bb.com.br  
Gabriela Cortez  
gabrielaecortez@bb.com.br

### Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior  
mariobj@bb.com.br  
Fabio Cardoso  
fcardoso@bb.com.br

### Varejo e Consumo

Maria Paula Cantusio  
paulacantusio@bb.com.br

## Equity III

Analista-Chefe – Wesley Bernabé

### Petróleo & Gás

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br

### Bancos e Serviços Financeiros

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Carlos Daltozo  
daltozo@bb.com.br  
Kamila dos Santos de Oliveira  
kamila@bb.com.br

### Utilities

Wesley Bernabé  
wesley.bernabe@bb.com.br  
Viviane Silva  
viviane.silva@bb.com.br

### Renda Fixa

Renato Odo  
renato.odo@bb.com.br  
José Roberto dos Anjos  
robertodosanjos@bb.com.br

### Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves  
hmoreira@bb.com.br  
Rafael Reis  
rafael.reis@bb.com.br

## Equipe de Vendas

**Investidores Institucionais:** bb.distribuicao@bb.com.br

**Varejo:** acoes@bb.com.br

**Gerente - Antonio Emilio Ruiz**  
Bianca Onuki Nakazato  
Bruno Finotello  
Denise Rédua de Oliveira  
Edger Euber Rodrigues  
Elisangela Pires Chaves  
Fábio Caponi Bertoluci  
Henrique Reis  
Marcela Andressa Pereira

**Gerente - Mario D'Amico**  
Bruno Henrique de Oliveira  
Fabiana Regina de Oliveira  
Rodrigo Ataíde Roxo

## BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.  
London EC2N 1ER - UK  
+44 207 7960836 (facsimile)

### Managing Director

Admilson Monteiro Garcia +44 (207) 3675801

### Deputy Managing Director

Selma Cristina da Silva +44 (207) 3675802

### Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

### Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

### Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plummer +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

### Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

### Head of M&A

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

## Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor  
New York City, NY 10022 - USA  
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

### Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

### Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

### Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

### Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

### DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

### Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

### Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

## BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02  
Singapore, 049909

### Managing Director

Marcelo Sobreira +65 6420-6577

### Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

### Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Zhao Hao +65 6420-6582

## BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar, Rio de Janeiro - RJ  
Tel. (+55 21) 38083625 Fax (+55 21) 38083355