

Ainda há potencial de valorização para o papel

Reunião com o CFO; reprecificação confirmada; Novo preço-alvo de R\$ 5

Organizamos uma reunião com Filipe Oliveira (CFO), Daniel Diniz (chefe de RI) e investidores locais para atualização dos últimos eventos. O timing foi particularmente bom, uma vez que Stone e PagSeguro publicaram recentemente seus números completos do 1T22, também fornecendo guidance sobre o que esperar para o 2T. Quando nos reunimos com a Cielo há cerca de 2 meses, o CFO sinalizou que a concorrência havia ajustado os preços mais do que a Cielo esperava, o que permitiu acelerar seus próprios esforços de reprecificação em abril. Volumes mais fortes do que o esperado, dinâmica de preços mais favorável e recuperação da alavancagem operacional em Cateno nos levam a acreditar que ainda há risco de alta para CIEL3 na mesa, apesar do rali de 66% no acumulado do ano. Nesta nota, compartilhamos os principais tópicos discutidos, aproveitando também para ajustar nossos números. Nosso preço-alvo para o fim de 2022 aumentou de R\$4 para R\$5/ação, reforçando nossa visão de que a ação ainda é um bom nome para se ter no curto prazo.

TPV foi mais forte do que o esperado

Ajudado pela inflação mais alta, mas principalmente pela aceleração na migração dos consumidores para os meios eletrônicos de pagamento, o TPV tem sido mais forte do que o inicialmente esperado. De fato, o TPV da indústria disparou 36% a/a, que foi muito forte no primeiro trimestre. Sim, “números comparativos mais altos” do que 1T21, quando o Brasil teve uma onda de infecções por Covid, ajudaram, mas agora o setor deve crescer >20% em 2022, conforme a ABECS. A Cielo vem protegendo com sucesso sua participação de mercado nos últimos dois trimestres e pretende continuar fazendo isso. De fato, a participação de mercado atual da Cielo de ~25% no segmento MPMe parece ser um bom alvo, na visão da administração. No segmento de grandes contas, Oliveira explicou que a Cielo vinha perdendo participação significativa nesse segmento há alguns trimestres, quando realmente passou a exigir melhor rentabilidade dessas relações comerciais. Mas com os pares sendo mais racionais na precificação, a Cielo vem conquistando mais clientes no segmento...

Valuation	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
RoIC (EBIT) %	6,6	9,4	15,6	15,9	16,6
EV/EBITDA	7,7	2,2	2,5	2,2	2,0
P/L	15,0	6,5	7,7	6,8	6,1
Dividend Yield %	1,5	7,4	4,6	6,5	11,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	11.699	12.092	13.937	14.985	15.905
EBITDA	2.571	3.083	4.426	4.524	4.632
Lucro Líquido	723	949	1.324	1.510	1.688
LPA (R\$)	0,27	0,35	0,49	0,56	0,62
DPA líquido (R\$)	0,06	0,17	0,17	0,25	0,42
Dívida Líquida/Caixa	-8.817	-719	-1.039	298	773

Rating	
NEUTRO	
Sumário	
Ticker	CIEL3
Preço Alvo (R\$)	5,0
Preço (R\$)	3,8
Listagem	Novo Mercado
Market Cap. (RS mn)	10.219,98
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	88,46

Valuation:		
	2022E	2023E
P/L	7,7x	6,8x
EV/EBITDA	2,5x	2,2x

Performance:	
Junho (%)	-4,3%
LTM (%)	-1,5%



Analistas	
Eduardo Rosman	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Thiago Paura	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Ricardo Buchpiguel	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Vitor Melo	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Ambiente de preços mais racional, mas ainda desafiador

Os últimos guidances de Stone e PAGS mostram take rates t/t estáveis para o segundo trimestre. Por outro lado, a Cielo ainda deve apresentar uma melhora sequencial, uma vez que alguns esforços de reprecificação só foram acelerados em abril. De acordo com a administração, embora o setor pareça estar agora mais no modo de “esperar para ver”, eles ainda acreditam que há espaço para reprecificação adicional (tanto MDR quanto taxas de pré-pagamento), embora em menor grau. Obviamente, encontrar o equilíbrio correto é extremamente desafiador, e é muito difícil prever como seus pares se comportarão. Importante sinalizar que a Stone anunciou um aumento em sua equipe de vendas, um sinal de que pode demorar um pouco até vermos um cessar-fogo na guerra de preços estrutural em aquisição, a nosso ver.

O foco deve voltar para retornos e lucratividade; Capex em dispositivos POS prejudica geração de caixa do setor

Oliveira mencionou que vê muito mais preocupação no setor com rentabilidade nos dias de hoje, e os investidores (e empresas) precisam (e devem) voltar a olhar para a geração de caixa e ROE. Nesse sentido, a Cielo tem conseguido melhorar sua geração de caixa ultimamente, algo que não necessariamente estamos vendo na PAGS e na Stone. Nos dois últimos trimestres, Stone e PAGS registraram um grande aumento na compra de PP&E (principalmente dispositivos POS). A maioria dos adquirentes registra as vendas de POS usando o modelo de comodato, onde os custos são diferidos ao longo da vida útil do dispositivo (geralmente depreciados em ~5 anos). Outra coisa que prejudica essa equação é o churn, pois os comerciantes costumam deixar a base de clientes muito antes de 5 anos (especialmente no segmento de cauda longa), enquanto a recuperação do POS pode ser caro e às vezes quase impossível. D&A alto e write-offs mais altos provavelmente afetarão os lucros contábeis da PAGS/STNE nos próximos trimestres/anos.

Perspectivas melhores para Cateno; Estamos aumentando nossos #s principalmente nesse segmento

No geral, o CFO reiterou as perspectivas positivas para os resultados da Cateno daqui para frente. A Cateno cresce em linha com o mercado, mas como o segmento de crédito está apresentando uma recuperação mais forte, suas receitas devem crescer mais de 20% este ano, em nossa visão. Pode haver espaço para aumentos na taxa média de intercâmbio ao longo do tempo e, dada a escalabilidade do negócio, também há uma perspectiva positiva em termos de margens mais fortes à frente por meio de um controle de custos mais rigoroso e esforços de redução de fraudes. Além disso, a Cateno tem uma posição de caixa forte e gera muito caixa, o que pode ser útil para as operações da Cielo Brasil no curto prazo.

Apesar da posição de caixa robusta, ainda conservadora no uso de caixa

Além disso, o grupo permanece muito conservador no uso de caixa, apesar de ter uma forte posição de caixa e seu crescente potencial de geração de caixa ao longo do tempo. De fato, a recente venda da MeS melhora ainda mais a posição de caixa. Dito isto, a administração sinalizou que ainda é muito cedo para falar sobre um possível aumento de pagamento de dividendos, dada a incerteza macroeconômica, que também pode afetar a disponibilidade de financiamento, potencialmente pressionando o negócio de pré-pagamento à frente. Além disso, manter algum caixa disponível nesse cenário desafiador fortalece a Cielo como potencial compradora em um possível ambiente de M&A à frente, algo que a Cielo vem estudando com mais atenção recentemente.

Reversão das provisões do “ISS” pode ajudar nos ganhos do curto prazo

No geral, esperamos um segundo trimestre decente pela frente, lembrando que a venda do Merchant-E deve começar a trazer algum alívio ao P&L das perdas recorrentes de outros subadquirentes. Também sinalizamos que a Cielo vem provisionando um potencial aumento de ISS de 2% para um máximo de 5%, desde janeiro de 2021. Ao final do dia, se o aumento não se concretizar, a Cielo poderá reverter R\$ 387 milhões (4% do valor de mercado da Cielo) em provisões registradas até o 2T ou 3T. No 1T22, essas provisões impactaram o resultado da Cielo em R\$ 38 milhões (~20% do total).

Apesar da visão cautelosa sobre o setor de pagamentos, CIEL3 é nosso nome preferido

Temos uma visão mais positiva na Cielo desde o início do ano, sendo a nossa principal escolha no setor de pagamentos, inclusive a incluímos em nossa carteira (10 SIM) há alguns meses. Dado o forte rali de 66% no acumulado do ano, estávamos imaginando que o potencial de alta do papel já poderia ter encerrado. Mas depois de analisar os #s de todas as empresas de pagamento, conversar com a administração da Cielo e revisar nossas estimativas, acreditamos que ainda há espaço para mais. Na verdade, também estamos aproveitando esta oportunidade para ajustar nossos #s, principalmente na melhor dinâmica de Cateno, aumentando nossas estimativas de lucro líquido GAAP para 2022-24 em 23%, 15% e 13%, agora colocando-as em 10%, 9% e 15% acima do consenso. Estruturalmente, continuamos cautelosos com o setor, razão pela qual não atualizamos a CIEL3 para COMPRA, apesar de nosso viés mais positivo.

Tabela 1: Novas estimativas

Novo vs Anterior Estimativa - Cielo	2022E			2023E			2024E		
	Novo	Anterior	%	Novo	Anterior	%	Novo	Anterior	%
Receitas líquidas	13.937	13.678	1,9%	14.985	14.473	3,5%	15.905	15.129	5,1%
Despesas totais	-10.576	-10.651	-0,7%	-11.510	-11.344	1,5%	-12.356	-11.940	3,5%
EBITDA	4.426	4.092	8,1%	4.524	4.178	8,3%	4.632	4.271	8,4%
Margem EBITDA	31,8%	29,9%	1,8pp	30,2%	28,9%	1,3pp	29,1%	28,2%	0,9pp
Resultado Financeiro	-1.306	-1.349	-3,2%	-986	-995	-0,9%	-740	-757	-2,2%
Lucro líquido	1.145	932	22,9%	1.332	1.162	14,6%	1.510	1.331	13,4%
Margem líquida	8,2%	6,8%	1,4pp	8,9%	8,0%	0,9pp	9,5%	8,8%	0,7pp
LPA	0,42	0,34	22,9%	0,49	0,43	14,6%	0,56	0,49	13,4%
Lucro líquido Aj. (ex amort. Post tax)	1.324	1.110	19,2%	1.510	1.340	12,7%	1.688	1.510	11,8%
Lucro caixa (ex amortização)	1.415	1.202	17,7%	1.602	1.432	11,9%	1.780	1.601	11,1%

Fonte: Companhia, 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 Global

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, consequentemente, 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