

Cielo S.A.

A Fitch Ratings rebaixou os IDRs (*Issuer Default Ratings* – Ratings de Inadimplência do Emissor) de Longo Prazo em Moedas Estrangeira e Local da Cielo S.A. (Cielo) para 'BB', de 'BB+', e afirmou o Rating Nacional de Longo Prazo 'AAA(bra)' da companhia. A Perspectiva dos ratings corporativos é Estável. Ao mesmo tempo, a agência rebaixou o rating das notas seniores da subsidiária Cielo USA Inc. para 'BB', de 'BB+'.

O rebaixamento dos IDRs reflete os impactos negativos do aumento da competição no setor de pagamentos no Brasil sobre a capacidade de geração de caixa da Cielo. Os riscos da indústria e do negócio se elevaram significativamente nos últimos anos, evidenciando a baixa resiliência do modelo de negócios da Cielo. Desde 2016, o EBITDA ajustado da companhia diminuiu aproximadamente 43%, ou BRL3,5 bilhões, uma vez que as principais empresas do setor reduziram preços, em uma estratégia comercial agressiva para aumentar o volume processado de transações de crédito e débito (TPV) e para proteger suas participações de mercado. A Cielo tem os importantes desafios de continuar adaptando sua estratégia ao altamente competitivo ambiente de negócios do setor e de continuar ampliando suas atividades ao mesmo tempo em que preserva adequada capacidade de geração de caixa.

Na opinião da Fitch, as barreiras de entrada do setor de pagamentos diminuíram, o que pode intensificar as pressões competitivas e de rentabilidade. A Cielo continua se beneficiando de sua liderança na indústria de pagamentos, e sua vantagem competitiva se apoia, em parte, no relacionamento e na rede de distribuição de dois importantes bancos do sistema financeiro brasileiro, Banco do Brasil S.A. ('BB-'/'AA(bra)'/Estável) e Banco Bradesco S.A. ('BB'/'AAA(bra)'/Estável). A Cielo possui um acordo com as duas instituições, líderes no segmento bancário brasileiro, o que lhe permite acessar a ampla base de clientes destes para credenciar lojistas.

Os ratings continuam incorporando a sólida estrutura de capital, a baixa alavancagem e a forte flexibilidade financeira da Cielo. A companhia também se favorece de uma base de receitas mais diversificada que a de seus principais concorrentes, pois conta com maior diversificação de lojistas, bem como dos reduzidos riscos de contrapartes associados ao sistema bancário brasileiro – uma vez que mais de 95% das transações de crédito e débito são realizadas por meio de bancos com ratings iguais ou superiores a 'BB-' ou são parcialmente garantidas pela Visa e pela Mastercard.

A Cielo não está diretamente exposta ao risco de crédito dos detentores de cartões, e a exposição aos lojistas é limitada.

Principais Fundamentos dos Ratings

Desafios Derivados do Aumento da Competição: A dinâmica de mercado da indústria brasileira de meios de pagamento mudou significativamente nos últimos anos, e a Fitch espera que a competição continue aumentando a curto prazo. A Cielo é líder na indústria de aquisição e processamento de pagamentos no Brasil, com participação de mercado estimada em 38% em junho de 2019, com base em dados da Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs). Na opinião da Fitch, a participação de mercado da Cielo deve permanecer forte, mas a tendência é de que se reduza gradualmente a médio prazo.

A entrada de empresas de tecnologia na indústria de serviços financeiros e de pagamentos resultou em uma disputa mais intensa por participação de mercado. Competidores mais capitalizados contribuíram para uma estratégia de crescimento mais agressiva, pressionando significativamente as margens operacionais do setor. Apesar do aumento significativo da concorrência nos últimos anos, o que pressionou a participação de mercado dos líderes da indústria, esta segue altamente concentrada. Os dois maiores participantes ainda representam aproximadamente 65% do mercado.

Ratings

Tipo de Rating	Pers-pectiva	Última Ação de Rating
IDR de Longo Prazo em Moeda Local	BB Estável	Rebaixamento 18/11/19
IDR de Longo Prazo em Moeda Estrangeira	BB Estável	Rebaixamento 18/11/19
Rating Nacional de Longo Prazo	AAA (bra) Estável	Afirmação 18/11/19

[Clique aqui para a relação completa dos ratings](#)

Metodologia Aplicada

[Metodologia de Ratings Corporativos](#) (fevereiro de 2019).

[Metodologia de Ratings em Escala Nacional](#) (julho de 2018).

[Non-Financial Corporates Exceeding the Country Ceiling Rating Criteria](#) (janeiro de 2019)

Analistas

Vitor Martins, CFA
+55 11 4504-2603
vitor.martins@fitchratings.com

Fernanda Rezende
+55 21 4503-2619
fernanda.rezende@fitchratings.com

Volume Financeiro Deve Continuar Crescendo: A Fitch projeta crescimento de dois dígitos baixos no volume das operações de cartões de crédito e débito no Brasil em 2019 e 2020, suportado pela baixa penetração de cartões de crédito e débito, por alguma melhora nos indicadores de consumo e por maiores oportunidades de mercado nos segmentos de pequenos lojistas e microempreendedores. No entanto, o ritmo ainda incerto de recuperação econômica continuará pressionando o crescimento dos negócios em comparação com os altos índices de crescimento reportados historicamente.

A Fitch projeta que o TPV da Cielo crescerá abaixo da média da indústria. Para 2019, o cenário-base da agência incorpora crescimento de 9% do TPV e, para 2020, de 5%, respaldado pela estratégia comercial e de preços mais agressiva, implementada desde o final de 2018, e pelo maior foco em clientes de menor porte.

A Cielo processou BRL493 bilhões em operações de crédito e débito nos primeiros nove meses de 2019 e BRL627 bilhões em 2018 – patamar estável em relação a 2017. O cenário macroeconômico desafiador e o aumento da competição verificados desde 2015 resultaram em um menor ritmo de crescimento, de um dígito.

Geração de Caixa Deve Diminuir: O aumento da competição na indústria de pagamentos no Brasil e as práticas agressivas de preços pressionam a geração de caixa da Cielo desde 2018. A Fitch projeta que o EBITDA ajustado da companhia diminuirá para BRL4,2 bilhões em 2019 e para BRL4,0 bilhões em 2020, abaixo dos BRL6,2 bilhões reportados em 2018 e dos BRL7,7 bilhões em 2017, de acordo com a metodologia da agência. No período de 12 meses encerrado em 30 de setembro de 2019, a companhia reportou EBITDA ajustado de BRL4,7 bilhões, incluindo receitas financeiras de aquisição de recebíveis de lojistas de BRL1,2 bilhão.

A redução da taxa líquida de intercâmbio, da receita de aluguel de equipamentos (POS) e da receita de pré-pagamento, combinada ao menor crescimento do volume de transações de crédito, pressionou o EBITDA da Cielo. A Fitch estima fluxo de caixa livre (FCF) de BRL700 milhões em 2020, após menor volume de investimentos e reduzida distribuição de dividendos.

Baixo Risco de Perda de Crédito: A Cielo não está diretamente exposta ao risco de crédito dos detentores de cartões, uma vez que os bancos emissores garantem o pagamento de seus clientes, enquanto a exposição a lojistas é limitada. No entanto, a companhia está parcialmente exposta ao risco de inadimplência dos emissores de cartões nos pagamentos com as bandeiras Visa e Mastercard. O risco associado às operações com estas bandeiras é atenuado pelo fato de mais de 95% das operações de crédito e débito se concentrarem em instituições financeiras avaliadas com ratings 'BB-' ou acima. Nas transações com alguns bancos sem ratings grau de investimento, a política de gerenciamento de risco da Cielo exige garantias.

Forte Estrutura de Capital: As métricas de crédito da Cielo são fortes, e a alavancagem da empresa permanece baixa. Pelas projeções da Fitch, a alavancagem líquida ajustada, medida por dívida líquida/EBITDA ajustado, incluindo a receita financeira derivada da aquisição de recebíveis de lojistas, ficará em torno de 2,0 vezes nos próximos dois anos. Em 30 de setembro de 2019, a Cielo possuía BRL13,7 bilhões em dívida total, incluindo BRL2,0 bilhões em Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), e a alavancagem líquida ajustada era de 2,3 vezes, acima da média de 1,1 vez reportada entre 2015 e 2018.

Resumo Financeiro

(BRL Mi.)	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019P	Dez. 2020P
Receita Líquida	11.600	11.686	10.242	9.948
EBITDAR Ajustado	7.672	6.230	4.238	3.955
Fluxo de Caixa das Operações	6.095	3.575	1.688	2.018
Alavancagem Ajustada pelo FFO (x)	2,0	1,9	3,2	3,2
Dívida Líquida Ajustada/EBITDAR (x)	0,7	1,2	1,9	1,9

P – Projeção da Fitch Ratings.

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Resumo da Análise

A Cielo é líder na indústria de aquisição e processamento de pagamentos no Brasil, com participação de mercado estimada em 38%. A segunda maior empresa do setor é a Redecard (controlada pelo Itaú Unibanco S.A.), com 26% de participação, e a terceira maior, a GetNet (controlada pelo Banco Santander (Brasil) S.A.), com 11%. Comparada a pequenos participantes, como Stone e PagSeguro, as três principais companhias possuem forte vantagem competitiva, devido a suas estruturas acionárias, uma vez que seus acordos com estas instituições, líderes no segmento bancário brasileiro, permitem-lhes acessar a vasta base de clientes para credenciar lojistas, além de constituir alguma barreira à entrada de concorrentes. Os ratings da Cielo incorporam os riscos de contrapartes associados ao sistema bancário do Brasil.

A Cielo possui fluxo de receitas mais diversificado que o de seus concorrentes. Em geral, empresas com menor escala de operação são mais dependentes da receita financeira da aquisição de recebíveis dos lojistas, que pode apresentar maior volatilidade. A Cielo também está bem posicionada em termos de pesquisa e desenvolvimento e tecnologia, o que reduz o risco de sistemas obsoletos, enquanto as empresas menores estão mais expostas ao risco tecnológico.

Sensibilidades dos Ratings

Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Positiva Incluem:

- A elevação dos ratings não é esperada.

Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a uma Ação de Rating Negativa Incluem:

- Aumento do volume de operações de crédito e débito em bancos avaliados com ratings 'BB-' ou abaixo, sem garantias dos bancos emissores de cartões ou sem garantia da Mastercard;
- Enfraquecimento do perfil de crédito dos principais bancos que operam com a Cielo;
- Perdas significativas, devido a fraudes e estornos;
- Maior competição, que resulte em significativa perda de participação de mercado e de rentabilidade;
- Alterações substanciais no risco regulatório;
- Ações de rating negativas no rating soberano do Brasil, que resultem em ações de rating negativas no Banco do Brasil, no Bradesco, na Caixa Econômica Federal (Caixa) e no Itaú, também podem levar a ações de rating negativas na Cielo.

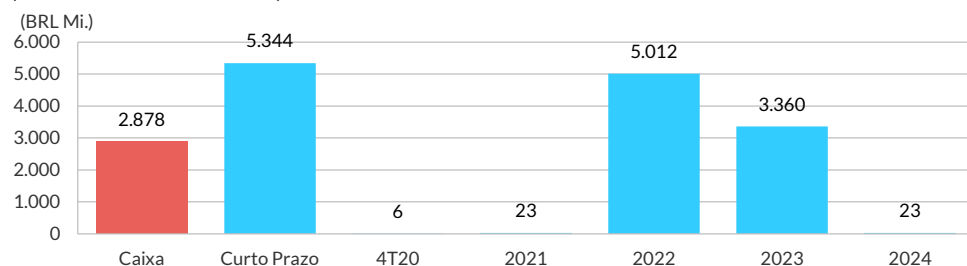
Liquidez e Estrutura da Dívida

Forte Liquidez: A posição de liquidez da Cielo é forte. Em 30 de setembro de 2019, a empresa reportava caixa e aplicações financeiras de BRL2,9 bilhões e dívida de curto prazo de BRL5,3 bilhões, que incluem o saldo de BRL2,0 bilhões de obrigações de FIDC com terceiros. Cerca de 78% do caixa total da companhia no período estavam investidos no Brasil e 22%, no exterior. Na mesma data, a Cielo reportava BRL5,3 bilhões em dívidas com vencimento até o final de 2020, BRL23 milhões em 2021 e BRL5,0 bilhões em 2022. A empresa tem boa flexibilidade financeira para honrar os vencimentos de dívida, e a Fitch espera que a geração de caixa operacional seja utilizada para reduzir o endividamento total nos próximos anos. A Cielo tem bom acesso a bancos e ao mercado de capitais.

Em 30 de setembro de 2019, a dívida total da Cielo era de BRL13,7 bilhões, dos quais cerca de 15% estavam denominados em moeda estrangeira. A dívida era composta por debêntures públicas e privadas (45%), linhas bancárias de curto prazo/cédulas de crédito bancário - CCB (20%), títulos (15%), FIDCs (15%) e outros (5%). Desde dezembro de 2017, a dívida líquida da Cielo aumentou BRL5,7 bilhões — para BRL10,9 bilhões — em setembro de 2019.

Cronograma de Amortização da Dívida

(Em 30 de setembro de 2019)



Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Cielo.

Considerações de ESG

Salvo disposição em contrário divulgada nesta seção, o score mais alto de relevância de crédito Ambiental, Social e de Governança (ESG) é 3. As questões de ESG são neutras ou têm impacto mínimo no crédito da entidade, seja devido à sua natureza, ou à forma como estão sendo administradas pela entidade.

Para mais informações sobre os Scores de Relevância de ESG, ver www.fitchratings.com/esg.

Liquidez e Cenário de Amortização da Dívida Sem Refinanciamento

Análise da Liquidez

(BRL 000)	2019P	2020P	2021P	2022P
Fontes de Liquidez				
Saldo de Caixa - Início do Período	2.874.424	2.895.806	937.919	1.207.053
Fluxo de Caixa do Cenário-Base Após Aquisições e Desinvestimentos	(1.011.636)	703.822	291.386	1.565.118
Pré-Pagamento de Dívida em 2019 (Vencimento Original em 2022)	(1.284.000)	—	—	—
Debêntures Públicas	2.922.000	—	—	—
Novo Empréstimo na Modalidade 4131	504.328	—	—	—
Fontes de Liquidez Total (A)	4.005.116	3.599.628	1.229.305	2.772.171
Utilização da Liquidez				
Amortização da Dívida	(1.109.310)	(2.157.381)	(22.252)	(2.128.702)
Amortização da Nova Dívida	—	(504.328)	—	(2.922.000)
Utilização da Liquidez Total (B)	(1.109.310)	(2.661.709)	(22.252)	(5.050.702)
Cálculo da Liquidez				
Saldo de Caixa - Final do Período (A+B)	2.895.806	937.919	1.207.053	(2.278.531)
Linhas de Crédito Rotativas Disponíveis	0	0	0	0
Liquidez Disponível	2.895.806	937.919	1.207.053	(2.278.531)
Índice de Liquidez (x)	1,7	1,7	55,2	1,3

P - Projeção da Fitch Ratings.

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Cielo S.A.

Cronograma de Amortização da Dívida

(BRL 000)	31/12/18
2019	1.109.310
2020	2.157.381
2021	22.252
2022	2.128.702
2023	3.359.378
Após	12.775
Total	8.789.798

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Cielo S.A.

A tabela de liquidez acima ilustra uma análise prospectiva de como se posicionaria a liquidez da companhia em um eventual cenário de completa restrição aos mercados de capitais e linhas de crédito, ou seja, por quanto tempo o caixa e as aplicações financeiras, somados à geração de FCF, seriam suficientes para amortizar os vencimentos de dívida projetados, sem novas captações.

Principais Premissas

As Principais Premissas da Fitch no Cenário de Rating da Cielo Incluem:

- Crescimento do volume de operações de cartões de crédito e débito de 9,2% em 2019 e de 5,0% em 2020;
- Investimentos de BRL1,2 bilhão em 2019 e média anual de BRL550 milhões nos anos seguintes;
- Menor receita com aluguel de POS, devido à maior competição;
- Volume de aquisição dos recebíveis dos lojistas representando entre 18% e 19,5% do volume financeiro das operações de cartão de crédito ao longo dos próximos cinco anos;
- Dividendos equivalentes a 30% do lucro líquido até 2021.

Resumo Financeiro

Cielo S.A.

(BRL Mi.)	Histórico		Projeções da Fitch			
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Resumo das Demonstrações de Resultados						
Receita Líquida	12.301	11.600	11.686	10.242	9.948	9.866
Varição da Receita (%)	10,6	(5,7)	0,7	(12,4)	(2,9)	(0,8)
EBITDA Operacional (Antes dos Rendimentos de Associadas)	8.215	7.672	6.230	4.238	3.955	3.901
Margem de EBITDA Operacional (%)	66,8	66,1	53,3	41,4	39,8	39,5
EBITDAR Operacional	8.215	7.672	6.230	4.238	3.955	3.901
Margem de EBITDAR Operacional (%)	66,8	66,1	53,3	41,4	39,8	39,5
EBIT Operacional	7.250	6.725	5.298	3.220	2.887	2.770
Margem de EBIT Operacional (%)	58,9	58,0	45,3	31,4	29,0	28,1
Despesa Bruta com Juros	(1.332)	(904)	(512)	(523)	(563)	(557)
Lucro Antes de Impostos (Incluindo Rendimentos/Perdas de Associadas)	6.021	6.086	4.950	2.849	2.474	2.373
Resumo do Balanço Patrimonial						
Caixa e Equivalentes	2.734	6.024	2.874	2.847	3.024	3.293
Dívida Total com Capital Híbrido	11.403	11.206	10.074	11.058	10.531	10.509
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	11.403	11.206	10.074	11.058	10.531	10.509
Dívida Líquida	8.669	5.182	7.199	8.211	7.507	7.216
Resumo do Fluxo de Caixa						
EBITDA Operacional	8.215	7.672	6.230	4.238	3.955	3.901
Juros Pagos	(1.208)	(857)	(499)	(523)	(563)	(557)
Impostos Pagos	(2.054)	(2.031)	(1.397)	(800)	(695)	(666)
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Distribuídos a Participações Minoritárias (Entrada/Saída de Fluxos)	0	0	0	0	0	0
Outros Itens Antes do FFO	334	493	788	0	0	0
Recursos das Operações (FFO)	5.288	5.277	5.123	3.059	2.839	2.829
Margem de FFO (%)	43,0	45,5	43,8	29,9	28,5	28,7
Varição no Capital de Giro	(853)	818	(1.547)	(1.370)	(820)	(1.504)
Fluxo de Caixa das Operações (CFFO) (Definido pela Fitch)	4.435	6.095	3.575	1.688	2.018	1.325
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0			
Investimentos	(527)	(472)	(644)			
Intensidade de Capital (Investimentos/Receita) (%)	4,3	4,1	5,5			
Dividendos Ordinários	(1.391)	(2.219)	(4.213)			
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	2.517	3.403	(1.282)			
Aquisições e Desinvestimentos Líquidos	(100)	0	(67)			
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Invest. e Financiamento	(52)	33	116	0	0	0
Recursos de Dívida Líquidos	(963)	(97)	(1.905)	984	(527)	(22)
Recursos de Capital Líquidos	8	26	(12)	0	0	0
Varição do Saldo de Caixa	1.409	3.365	(3.150)	(28)	177	269
Cálculos das Projeções						
Investimentos, Dividendos e Aquisições e Desinvestimentos	(2.018)	(2.691)	(4.924)	(2.700)	(1.315)	(1.034)
FCF Após Aquisições e Desinvestimentos	2.417	3.403	(1.349)	(1.012)	704	291
Margem do FCF (Após Aquisições Líquidas) (%)	19,6	29,3	(11,5)	(9,9)	7,1	3,0
Índices de Cobertura						
Cobertura dos Juros pelo FFO (x)	5,2	6,7	10,6	6,6	5,8	5,8
Cobertura dos Encargos Fixos pelo FFO (x)	5,2	6,7	10,6	6,6	5,8	5,8
EBITDAR Operacional/Juros Pagos + Aluguéis (x)	6,8	9,0	12,5	8,1	7,0	7,0

EBITDA Operacional/Juros Pagos (x)	6,8	9,0	12,5	8,1	7,0	7,0
Indicadores de Alavancagem						
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional (x)	1,4	1,5	1,6	2,6	2,7	2,7
Dívida Líquida Total Ajustada/EBITDAR Operacional (x)	1,1	0,7	1,2	1,9	1,9	1,9
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (x)	1,4	1,5	1,6	2,6	2,7	2,7
Alavancagem Ajustada pelo FFO (x)	1,8	2,0	1,9	3,2	3,2	3,2
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO (x)	1,4	0,9	1,4	2,4	2,3	2,2

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Como Interpretar as Projeções Apresentadas

As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem se apoiar neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os disclaimers presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Ratings Navigator

Cielo S.A.

ESG Relevance:



Corporates Ratings Navigator Business Services DAP

Factor Levels	Business Profile							Financial Profile			Issuer Default Rating	
	Sector Risk Profile	Operating Environment	Management and Corporate Governance	Competitive Position	Diversification	Customer Dynamics	Sector Environment	Profitability	Financial Structure	Financial Flexibility		
aaa											AAA	
aa+											AA+	
aa											AA	
aa-											AA-	
a+	↑										A+	
a											A	
a-			↓								A-	
bbb+								↓			BBB+	
bbb											BBB	
bbb-											BBB-	
bb+											BB+	
bb											BB	Stable
bb-											BB-	
b+											B+	
b											B	
b-	↓	↓									B-	
ccc+											CCC+	
ccc											CCC	
ccc-											CCC-	
cc											CC	
c											C	
d or rd											D or RD	

Operating Environment

bb	Economic Environment	b	Weak combination of countries where economic value is created and where assets are located.
bb-	Financial Access	bbb	Average combination of issuer specific funding characteristics and of the strength of the relevant local financial market.
	Systemic Governance	bb	Systemic governance (eg rule of law, corruption; government effectiveness) of the issuer's country of incorporation consistent with 'bb'.
b-			
ccc+			

Competitive Position

bbb+	Barriers to Entry	bbb	Moderate barriers to entry. Incumbents are generally strongly established but successful new entrants have emerged over time.
bbb	Market Position	bbb	Strong and defensible market position within key business/segment verticals. Others may be more exposed to a competitive environment.
bbb-	Scale	a	Large size/scale, EBITDAR >USD1bn
bb+	Product Strategy	bbb	Product and service innovation at times is driven by response to product introduction by competitors/peers.
bb			

Customer Dynamics

bbb	Proportion of Revenues Under Contract	bbb	>60%
bbb-	Renewal Rate and Switching Costs	bb	Renewal rates of less than 80%. Limited or no switching costs.
bb+	Level of Recurring Transaction/Project Revenues	a	90% or more of total revenues may be considered recurring.
bb			
bb-			

Profitability

a-	FFO Margin	a	23.0%
bbb+	FCF Margin	bb	5.0%
bbb	Volatility of Profitability and Cash Flows	bbb	Volatility of profits in line with industry average.
bbb-	Operating EBITDAR Margin	bbb	25%
bb+			

Financial Flexibility

a	Financial Discipline	a	Clear commitment to maintain a conservative policy with only modest deviations allowed.
a-	Liquidity	bbb	One year liquidity ratio above 1.25x. Well-spread maturity schedule of debt but funding may be less diversified.
bbb+	FFO Fixed Charge Cover	a	4.5x
bbb	FX Exposure	bbb	Some FX exposure on profitability and/or debt/cash flow match. Effective hedging in place.
bbb-	EBITDAR/(Gross Interest Expense + Rent)	a	5.5x

How to Read This Page: The left column shows the three-notch band assessment for the overall Factor, illustrated by a bar. The right column breaks down the Factor into Sub-Factors, with a description appropriate for each Sub-Factor and its corresponding category.

Management and Corporate Governance

a-	Management Strategy	a	Coherent strategy and good track record in implementation.
bbb+	Governance Structure	bbb	Good CG track record but effectiveness/independence of board less obvious. No evidence of abuse of power even with ownership concentration.
bbb	Group Structure	aa	Transparent group structure.
bbb-	Financial Transparency	bbb	Good quality reporting without significant failing. Consistent with the average of listed companies in major exchanges.
bb+			

Diversification

bbb	Asset Class/Verticals/Products	bbb	Well balanced exposure to at least three verticals/sectors/business segment lines with sensitivity to the economic cycle.
bbb-	Customer Base	bbb	Broad customer diversification. Largest customers represent between 5%–10% of total revenue.
bb+	Exposure to Challenged Business Lines	bb	Material portion of business profile exposed to secular risks that can lead to weakening of competitive position and erosion of market share.
bb			
bb-			

Sector Environment

bbb+	Regulatory Environment	bbb	Moderate regulatory oversight.
bbb	Litigation Environment	bbb	Modest.
bbb-	M&A Strategy	bbb	Generally small bolt-on acquisitions. History of large acquisitions routinely pressures credit metrics. Good integration track record.
bb+			
bb			

Financial Structure

a	Lease Adjusted FFO Gross Leverage	a	2.8x
a-	Lease Adjusted FFO Net Leverage	a	2.3x
bbb+	Net Debt/(CFO - Capex)	a	2.8x
bbb	FCF/Gross Debt	bbb	11%
bbb-	Total Adjusted Debt/Operating EBITDAR	a	2.3x

Credit-Relevant ESG Derivation

				Overall ESG
Cielo S.A. has 7 ESG potential rating drivers				
key driver	0	issues	5	
driver	0	issues	4	
potential driver	7	issues	3	
not a rating driver	0	issues	2	
	7	issues	1	

For further details on Credit-Relevant ESG scoring, see page 3.

Navigator Version: RN 2.3.6.0

Credit-Relevant ESG Derivation

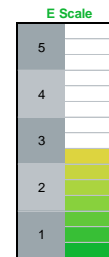
Cielo S.A. has 7 ESG potential rating drivers

- ➔ Cielo S.A. has exposure to energy productivity risk but this has very low impact on the rating.
- ➔ Cielo S.A. has exposure to customer accountability risk and product quality & safety risk but this has very low impact on the rating.
- ➔ Cielo S.A. has exposure to labor relations & practices risk and employee recruitment & retention risk but this has very low impact on the rating.
- ➔ Governance is minimally relevant to the rating and is not currently a driver.

				Overall ESG Scale	
key driver	0	issues	5		
driver	0	issues	4		
potential driver	7	issues	3		
not a rating driver	0	issues	2		
	7	issues	1		

Environmental (E)

General Issues	E Score	Sector-Specific Issues	Reference
GHG Emissions & Air Quality	1	n.a.	n.a.
Energy Management	3	Energy use (particularly in data centers or cloud service providers)	Profitability
Water & Wastewater Management	1	n.a.	n.a.
Waste & Hazardous Materials Management; Ecological Impacts	1	n.a.	n.a.
Exposure to Environmental Impacts	1	n.a.	n.a.



How to Read This Page

ESG scores range from 1 to 5 based on a 15-level color gradation. Red (5) is most relevant and green (1) is least relevant.

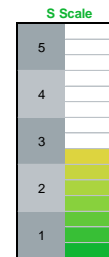
The Environmental (E), Social (S) and Governance (G) tables break out the individual components of the scale. The left-hand box shows the aggregate E, S, or G score. General Issues are relevant across all markets with Sector-Specific Issues unique to a particular industry group. Scores are assigned to each sector-specific issue. These scores signify the credit-relevance of the sector-specific issues to the issuing entity's overall credit rating. The Reference box highlights the factor(s) within which the corresponding ESG issues are captured in Fitch's credit analysis.

The Credit-Relevant ESG Derivation table shows the overall ESG score. This score signifies the credit relevance of combined E, S and G issues to the entity's credit rating. The three columns to the left of the overall ESG score summarize the issuing entity's sub-component ESG scores. The box on the far left identifies the [number of] general ESG issues that are drivers or potential drivers of the issuing entity's credit rating (corresponding with scores of 3, 4 or 5) and provides a brief explanation for the score.

Classification of ESG issues has been developed from Fitch's sector and sub-sector ratings criteria and the General Issues and the Sector-Specific Issues have been informed with SASB's Materiality Map.

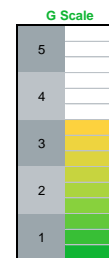
Social (S)

General Issues	S Score	Sector-Specific Issues	Reference
Human Rights, Community Relations, Access & Affordability	1	n.a.	n.a.
Customer Welfare - Fair Messaging, Privacy & Data Security	3	Data security	Competitive Position; Sector Environment
Labor Relations & Practices	3	Impact of labor negotiations and employee (dis)satisfaction; employee recruitment and retention	Competitive Position; Profitability
Employee Wellbeing	1	n.a.	n.a.
Exposure to Social Impacts	1	n.a.	n.a.



Governance (G)

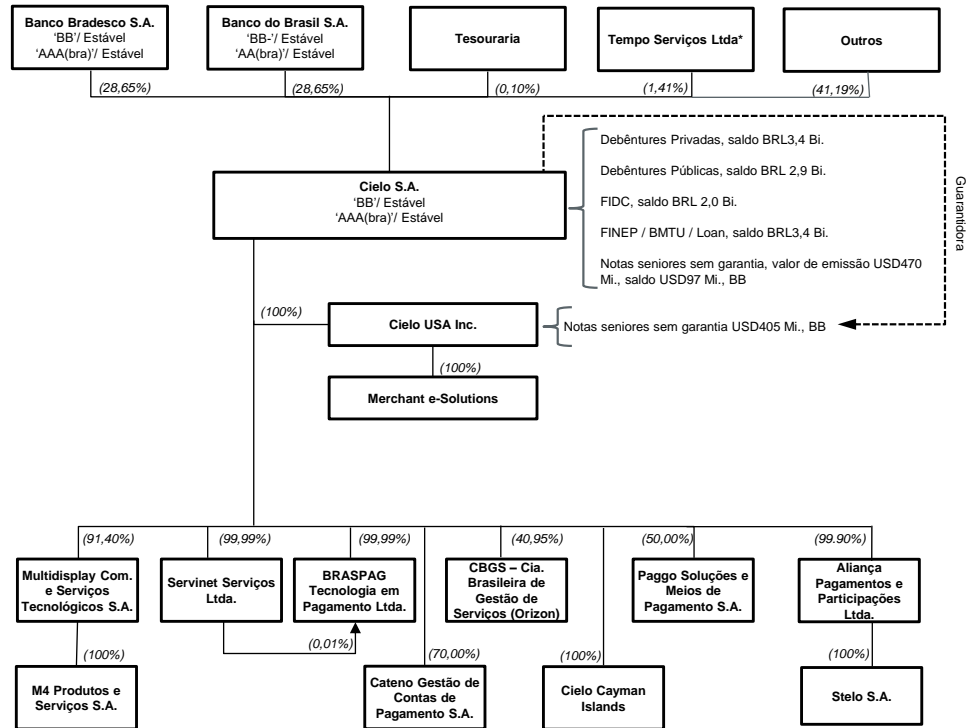
General Issues	G Score	Sector-Specific Issues	Reference
Management Strategy	3	Strategy development and implementation	Management and Corporate Governance
Governance Structure	3	Board independence and effectiveness; ownership concentration	Management and Corporate Governance
Group Structure	3	Complexity, transparency and related-party transactions	Management and Corporate Governance
Financial Transparency	3	Quality and timing of financial disclosure	Management and Corporate Governance



CREDIT-RELEVANT ESG SCALE	
How relevant are E, S and G issues to the overall credit rating?	
5	Highly relevant, a key rating driver that has a significant impact on the rating on an individual basis. Equivalent to "higher" relative importance within Navigator.
4	Relevant to rating, not a key rating driver but has an impact on the rating in combination with other factors. Equivalent to "moderate" relative importance within Navigator.
3	Minimally relevant to rating, either very low impact or actively managed in a way that results in no impact on the entity rating. Equivalent to "lower" relative importance within Navigator.
2	Irrelevant to the entity rating but relevant to the sector.
1	Irrelevant to the entity rating and irrelevant to the sector.

Estrutura Organizacional Simplificada do Grupo

Estrutura Organizacional — Cielo S.A. (Em 30 de setembro de 2019)



IDR – Issuer Default Rating – Rating de Probabilidade de Inadimplência do Emissor

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos

BTMU – Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd

*Tempo Serviços LTDA faz parte do Grupo Bradesco, mas não participa do Acordo de Acionistas.

Fone: Fitch Ratings, Cielo

Reconciliação dos Principais Indicadores Financeiros

(BRL 000)	31 Dez 2018
Resumo da Demonstração dos Resultados	
EBITDA Operacional	6.230.338
+ Dividendos Recorrentes Pagos a Participações Não Controladas	0
+ Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas	0
+ Ajustes Adicionais da Análise para Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas e Pagos a Participações Minoritárias	0
= EBITDA Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (k)	6.230.338
+ Despesas com Arrendamento Operacional Consideradas Capitalizadas (h)	0
= EBITDAR Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (j)	6.230.338
Resumo da Dívida e do Caixa	
Dívida Total com Capital Híbrido (l)	10.073.798
+ Dívida Referente a Arrendamentos Operacionais (Despesas com Arrendamento Consideradas Capitalizadas * Múltiplo do Arrendamento Capitalizado)	0
+ Outras Dívidas fora do Balanço	0
= Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido (a)	10.073.798
Caixa Disponível [Definido pela Fitch]	2.874.424
+ Aplicações Financeiras Disponíveis [Definidas pela Fitch]	0
= Caixa & Equivalentes Disponíveis (o)	2.874.424
Dívida Líquida Total Ajustada (b)	7.199.374
Resumo do Fluxo de Caixa	
Dividendos Preferenciais (Pagos) (f)	0
Juros Recebidos	352.428
+ Juros (Pagos) (d)	(498.975)
= Encargos Financeiros Líquidos (e)	(146.547)
Recursos das Operações [FFO] (c)	5.122.550
+ Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	(1.547.365)
= Fluxo de Caixa das Operações [CFFO] (n)	3.575.185
Investimentos (m)	(643.939)
Múltiplo Aplicado aos Arrendamentos Operacionais Capitalizados (i)	0,0
Alavancagem Bruta	
Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (a/j)	1,6
Alavancagem Bruta Ajustada pelo FFO [x] (a/(c-e+h-f))	1,9
Dívida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)	
Dívida Total com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional* [x] (l/k)	1,6
Alavancagem Líquida	
Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (b/j)	1,2
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x] (b/(c-e+h-f))	1,4
Dívida Líquida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)	
Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x] ((l-o)/(n+m))	2,5
Cobertura	
EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com Arrendamento)* [x] (j/-d+h)	12,5
EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x] (k/(-d))	12,5
Cobertura de Encargos Fixos pelo FFO [x] ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	10,6
(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)	
Cobertura dos Juros Brutos pelo FFO [x] ((c-e-f)/(-d-f))	10,6
(FFO - Encargos Financeiros Líquidos - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos - Dividendos Preferenciais Pagos)	
* EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Cielo S.A.

Reconciliação dos Indicadores Pelos Critérios da Fitch

(BRL 000)	Valores Reportados	Somatório dos Ajustes da Fitch	Valores Ajustados
	31 Dez 2018		
Resumo da Demonstração dos Resultados			
Receita	11.685.839	0	11.685.839
EBITDAR Operacional	4.625.597	1.604.741	6.230.338
EBITDAR Operacional após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	4.625.597	1.604.741	6.230.338
Despesa com Arrendamento Operacional	0	0	0
EBITDA Operacional	4.625.597	1.604.741	6.230.338
EBITDA Operacional após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	4.625.597	1.604.741	6.230.338
EBIT Operacional	3.693.552	1.604.741	5.298.293
Resumo da Dívida e do Caixa			
Dívida Total com Capital Híbrido	9.998.106	75.692	10.073.798
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	9.998.106	75.692	10.073.798
Dívida Referente a Arrendamento Operacional	0	0	0
Outras Dívidas Fora do Balanço	0	0	0
Caixa & Equivalentes Disponíveis	2.874.424	0	2.874.424
Caixa & Equivalentes Não Disponíveis	0	0	0
Resumo do Fluxo de Caixa			
Dividendos Preferenciais (Pagos)	0	0	0
Juros Recebidos	352.428	0	352.428
Juros (Pagos)	(498.975)	0	(498.975)
Recursos das Operações [FFO]	5.122.550	0	5.122.550
Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	(1.547.365)	0	(1.547.365)
Fluxo de Caixa das Operações [CFFO]	3.575.185	0	3.575.185
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0	0
Investimentos	(643.939)	0	(643.939)
Dividendos Ordinários (Pagos)	(4.213.101)	0	(4.213.101)
Fluxo de Caixa Livre [FCF]	(1.281.855)	0	(1.281.855)
Alavancagem Bruta			
Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x]	2,2		1,6
Alavancagem Ajustada pelo FFO [x]	1,9		1,9
Dívida Total com Capital Híbrido / EBITDA Operacional* [x]	2,2		1,6
Alavancagem Líquida			
Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x]	1,5		1,2
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x]	1,4		1,4
Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x]	2,4		2,5
Cobertura			
EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com Arrendamento)* [x]	9,3		12,5
EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x]	9,3		12,5
Cobertura dos Encargos Fixos pelo FFO [x]	10,6		10,6
Cobertura dos Juros pelo FFO [x]	10,6		10,6

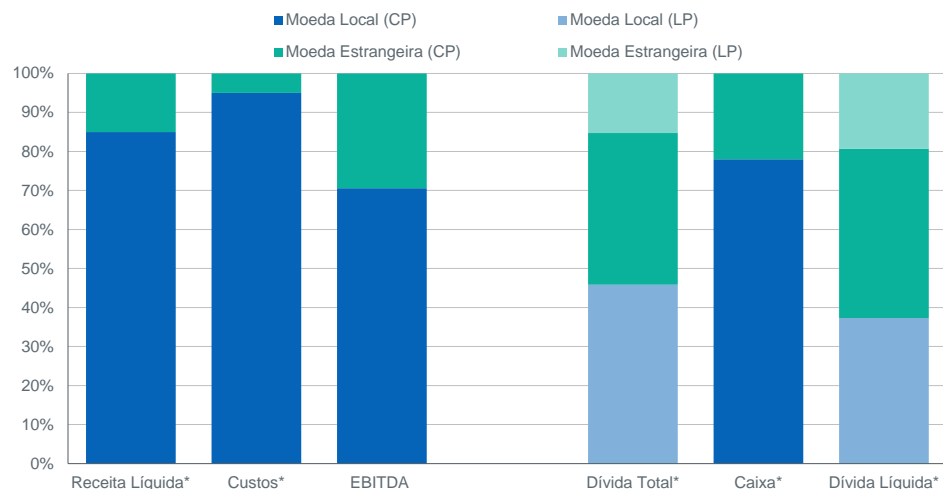
*EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Cielo S.A.

FX Screener

A exposição da Cielo à variação cambial é baixa. Cerca de 15% da receita da empresa é gerada em moeda estrangeira. No entanto, a contribuição para o EBITDA ajustado é baixa. No final de setembro de 2019, cerca de 15% da dívida total, de BRL13,7 bilhões, incluindo FIDCs, estavam denominados em dólar, e 22% do seu caixa consolidado, investidos no exterior. Embora apenas pequena parte do EBITDA ajustado esteja denominado em moeda forte, o risco cambial é mitigado pelo volume de operações de crédito de estrangeiros que é recebido no exterior pela Cielo.

Fitch FX Screener

(Cielo S.A. — BB/Estável, Em 30 de setembro de 2019)



*Após hedge, números representam as estimativas da Fitch, baseadas em informações públicas disponíveis
Fonte: Fitch

Resumo dos Covenants

A Cielo possui o seguinte *covenant* financeiro, aplicável à emissão de debentures públicas e a um empréstimo na modalidade 4131 com o Bank of Tokyo Mitsubishi: dívida líquida/EBITDA ajustado menor ou igual a 3,0 vezes, medido anualmente.

A Cielo estava em conformidade com o *covenant* em 30 de setembro de 2019. O cálculo do *covenant* não considera o saldo de obrigações do FIDC com terceiros como dívida.

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO 'CÓDIGO DE CONDUTA'. A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH.

Copyright © 2019 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado.

As informações neste relatório são fornecidas 'tais como se apresentam', sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros cobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD 1.000 e USD 750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD 10.000 a USD 1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos.

Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº 337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).