



## Relativamente barata? Absolutamente precificada?

### Destques da tese de investimento:

- **Escala:** CVC é o maior player de intermediação de turismo da América Latina. Esta escala permite vantagens importantes em negociações.
- **Asset-light:** Modelo de negócios permite alto crescimento com baixa imobilização de recursos e baixos custos fixos.
- **Relacionamentos com fornecedores:** Permite baixa imobilização em capital de giro.
- **Business rentável,** porém, crescimento vem pressionando negativamente.

### Riscos:

- **Forte impacto Corona Vírus**
- **Alavancagem** em níveis importantes.
- **Sensível ao desempenho macro:** Demanda de viagens fortemente correlacionada com o desempenho macro do Brasil.
- **Aquisições:** Forte crescimento inorgânico, risco de *overpay*.
- **Câmbio:** Regula aumento/queda de demanda por viagens internacionais (dólar valorizado = menos viagens internacionais)
- **Baril de Petróleo:** Contribui para aumento/queda de margem (via custo de combustível para aéreas. Mais caro, margem menor para a CVC).
- **Concorrentes online** (Booking, decolar) crescente
- **Dependência** Tam e GOL



DRE (R\$ MM)	2017	2018	2019
Receita	1.185	1.619	1.798
CMV	0	-127	-137
Deprec. / Amort.	-72	-114	-150
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.113</b>	<b>1.377</b>	<b>1.511</b>
SG&A	-696	-1.021	-1.258
Outras Desp. / Receitas	72	114	150
<b>Lucro Operacional</b>	<b>489</b>	<b>471</b>	<b>403</b>
Res Financ Líq	-148	-170	-197
<b>Lucro Após D.F</b>	<b>341</b>	<b>301</b>	<b>206</b>
I.R./C.S.	-103	-109	-18
<b>Lucro Líquido</b>	<b>237</b>	<b>191</b>	<b>188</b>

Indicadores			
Receita/Ativos	0,2	0,3	0,2
Div Líq/Ebitda	1,0	1,8	2,6
Ebitda/Desp.Fin	3,8	3,4	2,8
Liq Corrente	1,2	1,3	1,1
Mg Líq	20%	12%	10%
ROE	30%	17%	16%

Quero ter acesso a esse relatório em vídeo!

## Sumário

Sumário .....	2
Histórico da empresa.....	3
O Setor de Turismo no Brasil .....	4
A Companhia .....	7
Pontos de Risco .....	20
Análise dos Demonstrativos Financeiros .....	22
Análise de Múltiplos .....	26
Modelo DCF .....	30

**QUER APRENDER A FAZER VALUATION?**

Confira nosso curso

→ CLIQUE AQUI



## Histórico da empresa

**Fundada em 1972** em Santo André (SP) por Guilherme Paulus, a CVC começou como uma pequena agência de turismo com foco na classe média.

Em 2001, começou a comercializar serviços por meio do seu website próprio.

Figura 1: Linha do tempo



Fonte: CVC

Em 2009, a empresa recebeu um aporte de R\$ 705 milhões pela venda de 63% do capital da empresa para a Carlyle, empresa de *private equity*.

Foi um momento importante de profissionalização da empresa.

Isto pode ser representado pela forte expansão de lojas exclusivas, considerando lojas próprias e franquizadas, com presença em todos os 26 estados brasileiros e no Distrito Federal.

Em 2014, a empresa abre seu capital levantando R\$ 540 milhões (dando saída ao Carlyle).

Após esse movimento, iniciou-se um processo orgânico e inorgânico de forte crescimento.

Um plano de abertura de 100 lojas por ano mais as seguintes aquisições:

Figura 2: Aquisições

Aquisições				
Ano	Empresa	Participação	Valor (R\$ MM)	Descrição
2015	RexturAdvance	51%	228	Corporativo
2015	Submarino Viagens	100%	80	Lazer
2016	Experimento	100%	41	Intercambio
2017	Grupo Trend	90%	258	Corporativo
2017	RexturAdvance	49%	291	Corporativo
2017	Visual	100%	68	Lazer
2018	Bibam e Ola	100%	USD 20 MM	Internacional (Argentina)
2018	Esferatur	100%	245	Corporativo

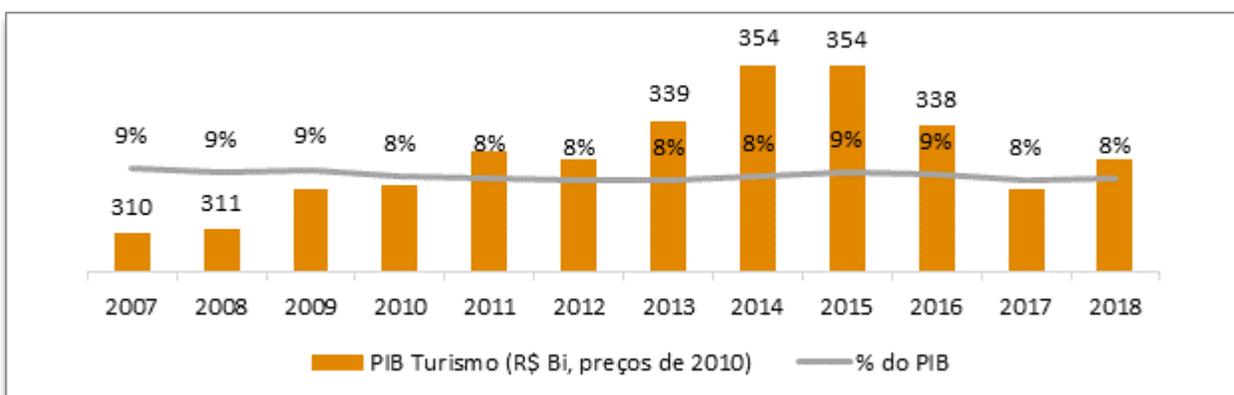
## O Setor de Turismo no Brasil

A área de Turismo está intimamente ligada ao setor de consumo, tendo seus resultados atrelados a crises econômicas locais.

Em outras palavras, economia indo bem, o setor tende a ir bem. Economia indo, setor vai mal.

É um setor cíclico.

Figura 3: PIB Turismo vs % do PIB total



Fonte: WTT e IBGE, elaboração Escola do Investidor

Figura 4 e 5: Turismo Brasil vs Mundo

Ranking de Competitividade no Turismo		
Ranking	País	Nota
1	Espanha	5,43
2	Franca	5,32
3	Alemanha	5,28
4	Japão	5,26
5	Reino Unido	5,2
6	EUA	5,12
7	Austrália	5,1
8	Itália	4,99
9	Canadá	4,97
10	Suíça	4,94
11	Hong Kong	4,86
27	Brasil	4,49

Maiores PIB's vs % Turismo			
Ranking	País	PIB 2018 (USD Tri)	% Turismo
1	EUA	20	8%
2	China	14	11%
3	Japão	5	7%
4	Alemanha	4	9%
5	Reino Unido	3	11%
6	Itália	2	13%
7	Franca	3	10%
8	Índia	3	9%
9	Espanha	1	15%
10	México	1	17%
11	Austrália	1	11%
12	Brasil	2	8%
Média			11%

Fonte: WTT, elaboração Escola do Investidor

Comparando com outros países, o Brasil teria espaço para explorar mais seu turismo se melhorasse condições de infraestrutura e segurança.

O Brasil está na posição 27 no índice de competitividade do turismo calculado pelo WTT (World Travel and Tourism).

Se o Brasil atingisse a média da renda do setor de Turismo sobre o PIB dos 12 maiores PIB's do mundo (11%), criaria aproximadamente US\$ 54 Bi de riqueza.

Há potencial a ser explorado sob uma perspectiva de eficiência, porém estamos próximo dos 9% há um bom tempo.

Apesar de estagnado em proporção do PIB, existe um driver importante que está retomando passado a crise econômica do Brasil: PAX (pessoa efetivamente transportada por quilometro).

Este indicador mostra a movimentação efetiva de pessoas em voos dividido por quilometro rodado.

Ou seja, quanto maior o indicador, maior a movimentação de passageiros em viagens.

Um ponto importante é verificar a proporção baixa do PAX internacional, parte explicado por poucas pessoas terem condições de realizar uma viagem internacional.

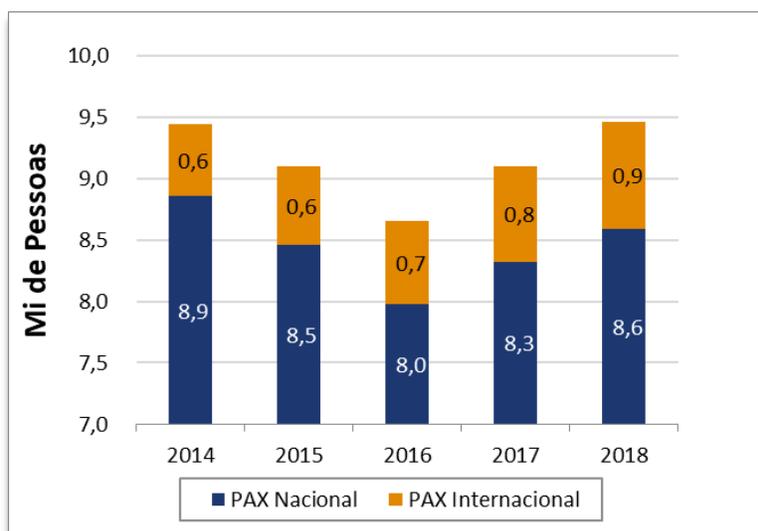
É justamente este cliente, o cliente que faz a primeira viagem da sua vida, que a CVC busca atender.

Normalmente é um cliente de baixa/media renda que não possui fluência em outro idioma e precisa da assistência de uma agência de turismo.

Aparentemente, o ano de 2016 foi o vale da década.

Resta saber os impactos do Corona Vírus neste número.

Figura 6: PAX Nacional vs PAX Internacional



Fonte: BRAZTOA, elaboração Escola do Investidor

O mercado de operadoras de turismo no Brasil é altamente pulverizado.

Estima-se que 90% do mercado brasileiro é operado por aproximadamente 91 associadas da BRAZTOA (Associação Brasileira de Turismo).

Estima-se que a CVC detém 25% deste Market Share, sendo a maior operadora de turismo no Brasil e na América Latina.

A CVC possui uma competição direta com pequenas operadoras de turismo e com autônomos (não exclusivos a nenhuma bandeira).

Porém, talvez mais importante, a CVC concorre com empresas que também são seus fornecedores (exemplo: companhias aéreas).

O conflito de interesses resultante dessa relação, ter um concorrente como fornecedor, pode afetar negativamente o negócio.

Por outro lado, a escala que a CVC possui ajuda a mitigar este risco, dado que seu volume de negociação permite ter poder de barganha.

Figura 7: Players no segmento de Turismo no Brasil



## A Companhia

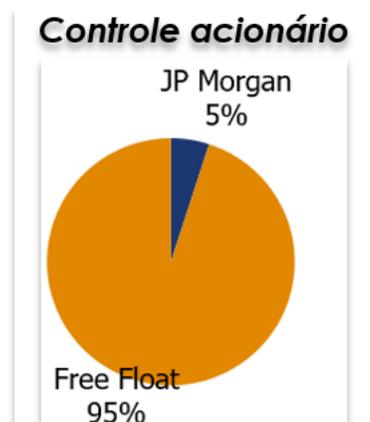
### Governança Corporativa

A empresa está listada no Segmento Novo Mercado da B3, que sugere as melhores práticas de governança corporativa.

A empresa possui um controle acionário estilo True Corporation, ou seja, 100% em *free float*.

Isso tende a ser algo positivo dado que não há conflito com grupos

Figura 8: Controle



Fonte: CVC, elaboração Escola do Investidor

controladores (por exemplo, famílias).

O lado negativo é que algumas vezes fica a impressão que é "uma empresa sem dono".

Isso dificulta algumas vezes na tomada de decisão estratégica da empresa.

O conselho de administração possui 7 membros, sendo 5 deles independentes.

Um mix adequado, dado que conselheiros independentes tendem a possuir menos vieses na sua atuação.

Vamos conhecer quem são os executivos por trás da CVC.

### **CEO – Diretor Executivo**

Leonel Andrade



Entrou há pouco tempo na CVC, março de 2020.

Eleito melhor CEO da América Latina em 2016 e 2017.

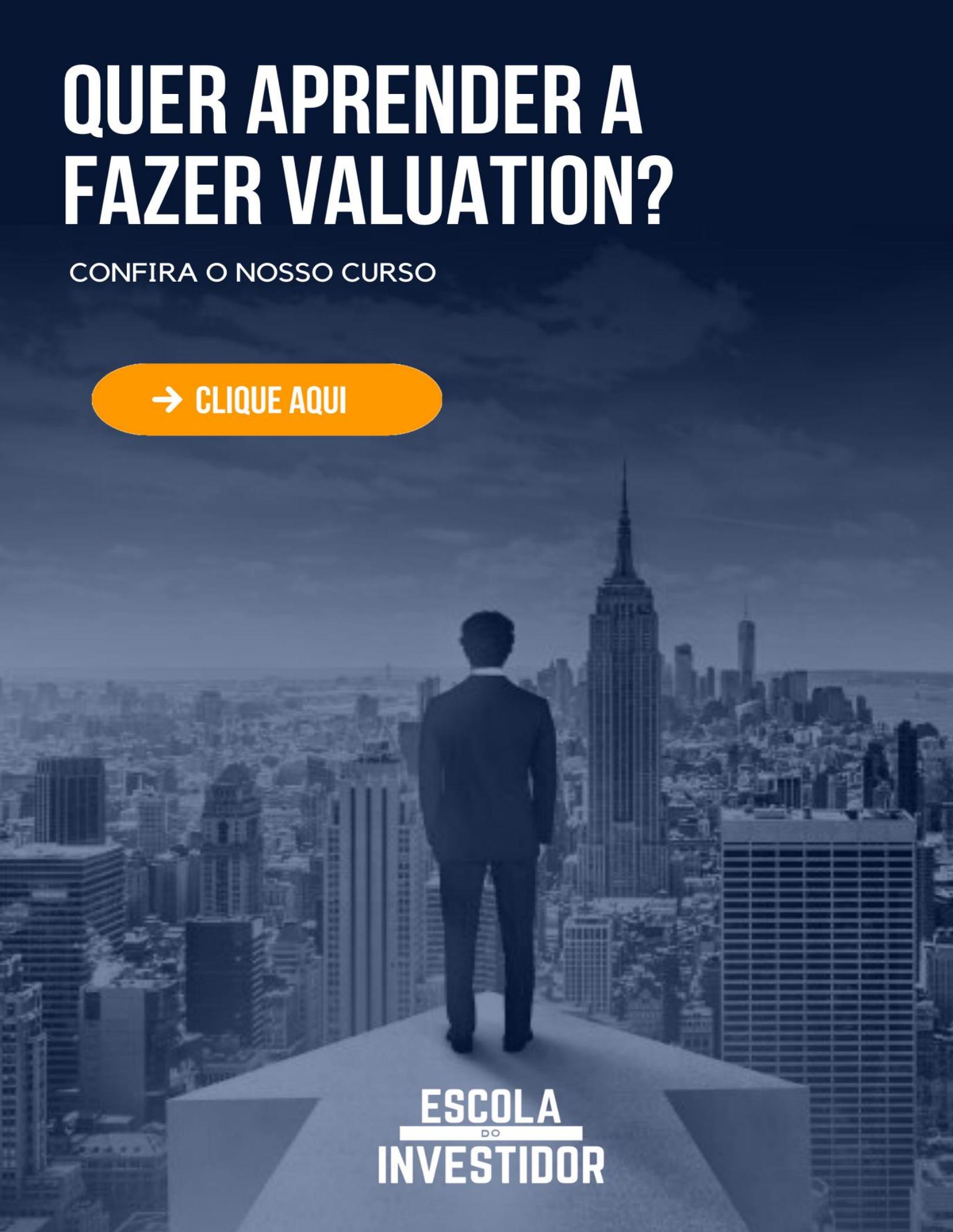
Passou por Smiles, Credicard e Losango.

Andrade é formado em engenharia civil e história pela UGF-RJ e possui especialização em administração e marketing.

# QUER APRENDER A FAZER VALUATION?

CONFIRA O NOSSO CURSO

→ CLIQUE AQUI

A man in a dark suit stands with his back to the camera on a rooftop. He is looking out over a vast city skyline, with the Empire State Building being the most prominent skyscraper. The sky is overcast and grey. The overall tone is professional and contemplative.

ESCOLA  
DO  
INVESTIDOR

## **CFO – Diretor Financeiro**

Maurício Teles Montilha



Entrou recentemente na empresa, final de 2019.

Teve passagem por empresas como Atento S.A., Philips, Walmart, SKY e AstraZeneca.

Formado em contabilidade pela Faculdade Paranaense - FACCAR,

Realizou o Programa Avançado de Gestão pela Wharton Business School.

## **CTO – Diretor de Tecnologia**

Jacques Varaschim



Está na CVC desde 2018.

Experiencia de 20 anos na área de tecnologia.

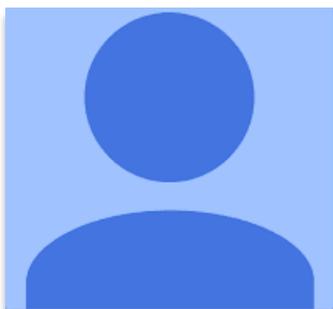
Teve passagem pela Globo.com e Promon Tecnologia.

Graduado em Ciências da Computação pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Realizou o programa General Management Program pela Harvard Business School.

### **COO – Diretor de Operações**

Ricardo Pinheiro Paixão



Na CVC desde 2014.

Passou por Coca Cola e BRF.

Se formou em Ciências Econômicas pela PUC-SP e MBA em Gestão Empresarial na Fundação Dom Cabral.

### **Diretor de Gente e Pessoas**

Fernando Souza de Oliveira



Na CVC desde 2010.

Profissional com mais de 15 anos de experiência, iniciou sua carreira como Trainee no Banco Itaú.

Se formou em Engenharia pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica ITA, com Pós Graduação em Administração de Empresas e Finanças pelo IBMEC.

## Modelo de Negócio

### Mix

A empresa oferece serviços turísticos para famílias de todas as classes sociais.

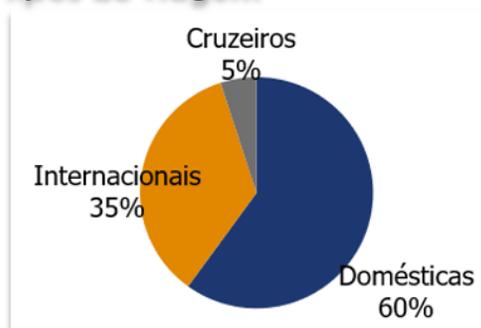
O portfólio de produtos e serviços turísticos possui mais de 1.800 destinos.

Existem três linhas de negócios:

- Lazer – foco nas férias (Marcas: CVC, Submarino e Visual)
- Corporativo – foco em atender pequenas/médias empresas (Marcas: Rextur e Esferatur)
- Internacional - operação na Argentina (Marcas: Bibam e Ola)

Figura 9 e 10: Tipos de viagem e Linhas de negócio

#### Tipos de viagem



Fonte: CVC, elaboração Escola do Investidor

#### Linhas de negócio



Fonte: CVC, elaboração Escola do Investidor

Há uma maior exposição em viagens domésticas do que viagens internacionais.

Há sazonalidade positiva nas vendas em janeiro, julho e dezembro devido a férias escolares.

Quando o real se valoriza perante o dólar, o mix tende a vender mais viagens internacionais.

Quando o preço do barril de petróleo cai, as vendas e as margens tendem aumentar dado diminuição de custos para as empresas parceiras (aéreas, marítimas).

## Canais de Venda

Existem três formas que a CVC realiza suas vendas:

- Lojas franqueadas/Exclusivas (1.322 lojas)
- Agentes independentes (7.000 agentes)
- Online (site CVC e Submarino)

A principal forma de venda é o atendimento direto nas lojas, representando 75% das vendas (40% destes através dos agentes independentes).

A diferença dos agentes independentes para as franquias é a não exclusividade e não padronização do atendimento.

Figura 11 e 12: Concentração de Lojas e Localização das Lojas



A decisão para abertura de novas lojas envolve análise de georreferenciamento, que permite mapear todo o país de acordo com o mercado relevante de turismo de lazer.

As franquias operam através de contrato de 10 anos renováveis, sem vínculo empregatício.

Não há concentração de franqueados (máximo 6% das reservas).

Há metas de desempenho bem estabelecidas, além de padronização das lojas e das taxas e serviços.

As franqueadas não pagam royalties, mas recebem uma comissão das vendas realizadas.

Segundo a CVC, o franqueado tem o retorno do capital investido entre 20 a 30 meses, com baixo índice de desistência.

A vantagem deste modelo de franquias é que há baixo gasto no investimento de novas lojas enquanto se mantém a gestão estratégica.

A CVC possui apenas 20 lojas próprias.

Figura 13: Tipos de loja



Fonte: CVC, elaboração Escola do Investidor

## Fornecedores

A escala da CVC permite bom poder de barganha com fornecedores (rede de hotéis, companhias aéreas, companhias marítimas).

Segundo a empresa, a CVC normalmente paga as diárias de hotéis somente após o *check out* dos clientes e paga às companhias aéreas por voos fretados somente após a partida destes.

Além disso, não precisam antecipar pagamentos para garantir quartos de hotel, cabines de navio e assentos em aeronaves.

Existe também a flexibilidade no cancelamento de voos (tanto em voos bloqueados quanto totalmente fretados).

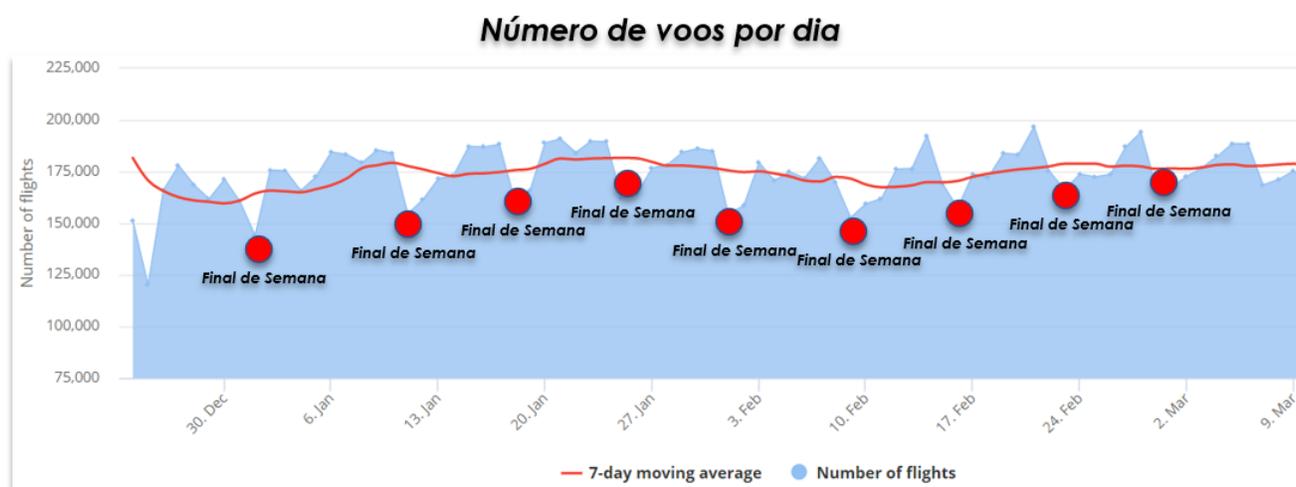
Estes são detalhes que permitem melhorar a eficiência na utilização do capital de giro.

Por focarem no mercado de turismo, a empresa gera demanda de voos para as aéreas em períodos de baixa demanda (finais de semana).

Os embarques da CVC são em média 40% maiores nos finais de semana do que durante a semana.

Isso pode significar uma importância parceria estratégica para as companhias aéreas.

Figura 14: Número de voos por dia



Fonte: Flightradar24, acesso dia 23/3/2020, elaboração Escola do Investidor

## Cientes

Segundo a empresa, muitos dos clientes fazem sua primeira viagem por meio da CVC, sendo que a maioria não fala um segundo idioma.

Diferenciais para o atendimento deste cliente incluem:

- Guias fluentes em português em todos os principais destinos internacionais,
- Agentes de serviço em todos os principais aeroportos brasileiros e internacionais,
- Transporte terrestre em ônibus e vans exclusivos

Há uma dependência importante de crédito.

Aproximadamente 80% das vendas da CVC foram parceladas, sendo a maior parte entre 6 a 10 vezes.

O ticket médio das viagens é de R\$ 1.367 por pessoa e R\$ 2.877 por compra (cada compra tem em média 2,15 passageiros)

Há um índice de recorrência dos clientes de 30%.

A Companhia terceiriza a análise de crédito de seus clientes por meio de parceiros financeiros que assumem a inadimplência.

O ritmo de crescimento das reservas confirmadas vem crescendo a uma taxa ponderada média (CAGR) de 18% desde 2010, o que é um ritmo bem acelerado.

QUER APRENDER A FAZER  
VALUATION?

Confira nosso curso

→ CLIQUE AQUI



Figura 15: Reservas Confirmadas

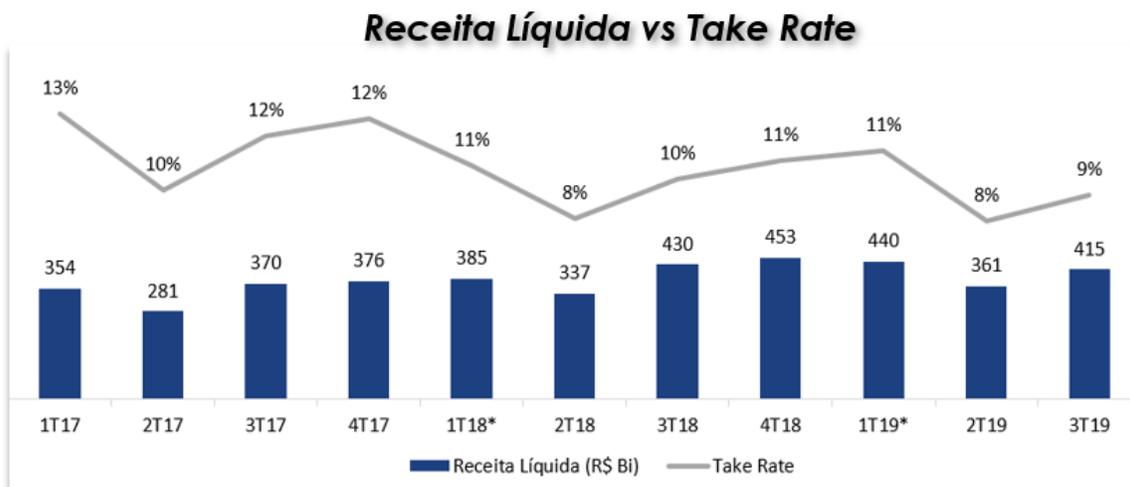


Outro indicador importante de se analisar é o take rate: receita líquida dividido pelas reservas confirmadas.

Este indicador mostra o percentual de reservas embarcadas e confirmadas traduziu-se, de fato, em receita.

É possível verificar que o take rate médio desde 2017 é de 10%.

Figura 16: Receita Líquida vs Take Rate



É importante entender o modelo de negócios da CVC.

As reservas confirmadas representam um potencial de vendas (o valor total do pacote que o cliente comprou).

Aí temos a receita líquida que é a comissão da CVC nessa intermediação.

Aí temos a figura do take rate, que nada mais é que uma representação % da comissão da CVC perante o valor da reserva total.

Aí temos o charge back, que é quando o cliente desiste da sua viagem e quer o dinheiro de volta.

Ou seja, existe um risco de performance da receita até o cliente efetivamente viajar.

### **Problemas Contábeis**

No dia 7/11/2019, a CVC anunciou a renúncia do seu CFO, Leopoldo Saboya.

Sem muitos esclarecimentos quanto ao tema, o mercado começou a bater na cotação da empresa.

Talvez o motivo da renúncia estava no anúncio por vir.

No dia 28/2/2020, a CVC enviou um fato relevante informando que há prováveis erros contábeis que impactaram os números de 2015 até setembro de 2019.

O impacto inicial é uma queda na receita líquida na ordem de R\$ 250 milhões, metade impactando 2018 e metade impactando 2019.

No dia 31/3/2020, dia para a CVC entregar o balanço de 2019 fechado, eles entregaram apenas um preliminar, alegando que estão discorrendo sobre possíveis outros impactos nos resultados.

Isso contribui para uma maior incerteza e desconfiança do mercado com relação a empresa.

## Renúncia CEO

Após o anúncio de problemas contábeis, no dia 5/3/2020, a CVC anunciou a renúncia do até então CEO Luiz Fernando Fogaça.

O motivo não foi revelado, mas especula-se que a repercussão da falha contábil foi um dos motivos.

Em seu lugar, a partir do dia 30 de março, assume Leonel Andrade (ex-CEO da Smiles).

## Impactos Corona Vírus

O setor de turismo é um dos mais impactados com o Corona Vírus.

A CVC enviou um fato relevante no dia 23/3/2020 elencando algumas medidas que está tomando visando enfrentar o momento adverso.

- Redução da jornada de trabalho de 50% a partir de 1º de abril para todos os colaboradores, exceto em casos pontuais, de pessoas que estejam atuando em temas emergenciais
- Redução de 50% de salário da Diretoria Executiva e Conselho de Administração a partir de 1º abril
- Suspensão de novas contratações e promoções
- Congelamento de vagas
- Congelamento do banco de horas e proibição de horas extras adicionais
- Postergação de todos projetos e investimentos não prioritários
- Suspensão de todos os investimentos em marketing
- Renegociação de termos e prazos de pagamentos a fornecedores
- Devolução de todos fretamentos até 31 de maio de 2020

Resta saber quais serão os reais impactos na operação.

Mais sobre isso no nosso valuation.

## Pontos de Risco

### Eventual desintermediação do setor de turismo

Se eventualmente os clientes da CVC passarem a comprar suas viagens diretamente com hotéis e empresas aéreas, o impacto seria muito negativo para a empresa.

Motivos para que isso ocorra podem incluir:

- Preços não competitivos por parte da CVC
- Interrupção de oferta por parte da CVC
- Mudança no padrão de consumo dos clientes
- Disrupção tecnológica/serviço substituto

### Dependência das companhias aéreas

O mercado de viagens aéreas é concentrado em poucos players.

A CVC possui relacionamento de longo prazo com estes players, mas eventuais dificuldades no setor podem impactar a CVC negativamente.

O exemplo mais recente foi a falência da Avianca.

Figura 17: Notícia



**Administradora recomenda que Justiça decrete falência da Avianca Brasil**

Alvarez & Marsal não vê condições para cumprimento do plano de pagamento de dívidas.

Por Valor Online  
15/11/2019 07h26 · Atualizado há 4 meses

f t w in p

Neste caso, a CVC teve que reestruturar seus pacotes de viagem que iriam rodar através da Avianca.

### **Dependência de crédito**

Aproximadamente 80% das vendas da CVC é feita no crédito.

Uma eventual escassez na capacidade de fornecer crédito pode ser fortemente adverso para a CVC.

### **Consolidação do mercado hoteleiro**

O setor hoteleiro no Brasil é altamente fragmentado.

As redes hoteleiras representam uma fatia baixa de mercado e focam mais em viagens corporativas.

A dinâmica de mercado atualmente beneficia agências de turismo que atuam como intermediadores de reservas para os pequenos hotéis.

Uma eventual consolidação no mercado hoteleiro poderia reduzir o poder de barganha da CVC nas negociações com os pequenos hotéis.

### **Catástrofes**

Eventos extraordinários, tais como guerras, pandemias, catástrofes naturais, instabilidade política ou social ou atos de terrorismo podem impactar negativamente o setor de turismo e consequentemente a CVC.

Exemplos mais recente deste risco incluem o Corona Vírus e os desastres naturais nas praias do nordeste.

Figura 18: Notícia

## Manchas de óleo no litoral atingem mais de 500 locais no Nordeste e Sudeste

Balanço do Ibama divulgado nesta quarta-feira (13) mostra que 527 locais em 111 municípios já foram afetados. Quase 70% das cidades do litoral nordestino foram atingidas. Mais de 130 animais foram contaminados.

Por G1

13/11/2019 09h16 · Atualizado há 4 meses



### Infraestrutura Brasileira

Deficiências na infraestrutura brasileira, especialmente no complexo de aeroportos e portos, podem ter um efeito adverso para a CVC.

Por exemplo, para quem é mais antigo, lembra que em 2007 ocorreu o “apagão aéreo”.

Uma série de problemas de infraestrutura, que inclusive contribuíram para a queda do voo da Gol 1907.

Nesta época houve impactos negativos sobre todo o setor de turismo e de viagens aéreas.

QUER APRENDER A FAZER  
VALUATION?

Confira nosso curso

→ CLIQUE AQUI



## Análise dos Demonstrativos Financeiros

Figura 19: Demonstrativos

CVC Consolidado									
Ativo (R\$ MM)	2017	2018	2019	Passivo (R\$ MM)	2017	2018	2019		
Caixa	332	346	365	Endividamento	249	611	924		
Clientes	2.376	3.015	3.179	Fornecedores	633	618	986		
Estoques	0	0	0	Outros	2.118	2.431	2.649		
Outros	994	1.272	1.322	<b>Passivo Circulante</b>	<b>2.999</b>	<b>3.660</b>	<b>4.559</b>		
<b>Ativo Circulante</b>	<b>3.701</b>	<b>4.633</b>	<b>4.866</b>	Endividamento	663	803	906		
Imobilizado e Intangível	1.010	1.137	1.906	Outros	506	591	669		
Outros	251	399	504	<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>1.168</b>	<b>1.394</b>	<b>1.575</b>		
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>1.261</b>	<b>1.536</b>	<b>2.410</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>	795	1.115	1.142		
<b>Ativo Total</b>	<b>4.962</b>	<b>6.169</b>	<b>7.276</b>	<b>Passivo Total</b>	<b>4.962</b>	<b>6.169</b>	<b>7.276</b>		
DRE (R\$ MM)	2017	2018	2019	Fluxo de Caixa (R\$ MM)	2017	2018	2019		
Receita	1.185	1.619	1.798	Operacional	897	-48	314		
CMV	0	-127	-137	Investimento	-124	-199	-606		
Deprec. / Amort.	-72	-114	-150	Financiamento	339	251	311		
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.113</b>	<b>1.377</b>	<b>1.511</b>	<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>1.112</b>	<b>4</b>	<b>19</b>		
SG&A	-696	-1.021	-1.258	Indicadores					
Outras Desp. / Receitas	72	114	150	Receita/Ativos	0,2	0,3	0,2		
<b>Lucro Operacional</b>	<b>489</b>	<b>471</b>	<b>403</b>	Div Liq/Ebitda	1,0	1,8	2,6		
Res Financ Líq	-148	-170	-197	Ebitda/Desp.Fin	3,8	3,4	2,8		
<b>Lucro Após D.F</b>	<b>341</b>	<b>301</b>	<b>206</b>	Liq Corrente	1,2	1,3	1,1		
Equivalência Patrimonial	0	0	0	Mg Bruta	94%	85%	84%		
Outras Desp. / Receitas ñ Op	-1	0	0	Mg Ebit	41%	29%	22%		
I.R./C.S.	-103	-109	-18	Mg Liq	20%	12%	10%		
<b>Lucro Líquido</b>	<b>237</b>	<b>191</b>	<b>188</b>	ROE	30%	17%	16%		

Obs.: Vale ressaltar que o balanço de 2019 é preliminar, dado os erros contábeis que estão sendo ainda investigados por auditoria independente.

O único erro já ajustado é o impacto de redução na receita de R\$ 250 milhões, divididos aproximadamente metade em 2018 e metade em 2019.

Alguns itens chamam atenção logo quando olhamos os demonstrativos financeiros da CVC.

### Crescimento vs rentabilidade

O primeiro é que a empresa vem destruindo margens, rentabilidade e se alavancando em troca de um crescimento acelerado.

Estes fatos são evidenciados pelo aumento da alavancagem (dívida líquida/ebitda), redução de margens e redução do ROE (return on equity, que é lucro líquido/patrimônio líquido).

Nada mais natural isso acontecer em empresas em crescimento acelerado.

É praticamente impossível uma empresa crescer em ritmo acelerado mantendo sua rentabilidade estável.

### **Otimização Interna**

Provável que com a crise atual que a CVC vive, com forte redução na demanda, incentive a empresa a focar suas energias em otimizar sua estrutura interna, corrigindo ineficiências inerentes de um crescimento acelerado.

Isso é facilitado pelo fato de que a maior parte dos custos da empresa é variável e não fixo.

### **Intensivo em capital de giro**

O negócio da CVC é intensivo em capital de giro.

Devido suas condições favoráveis para os clientes, a empresa carrega um descasamento no seu ciclo financeiro de aproximadamente 50 dias.

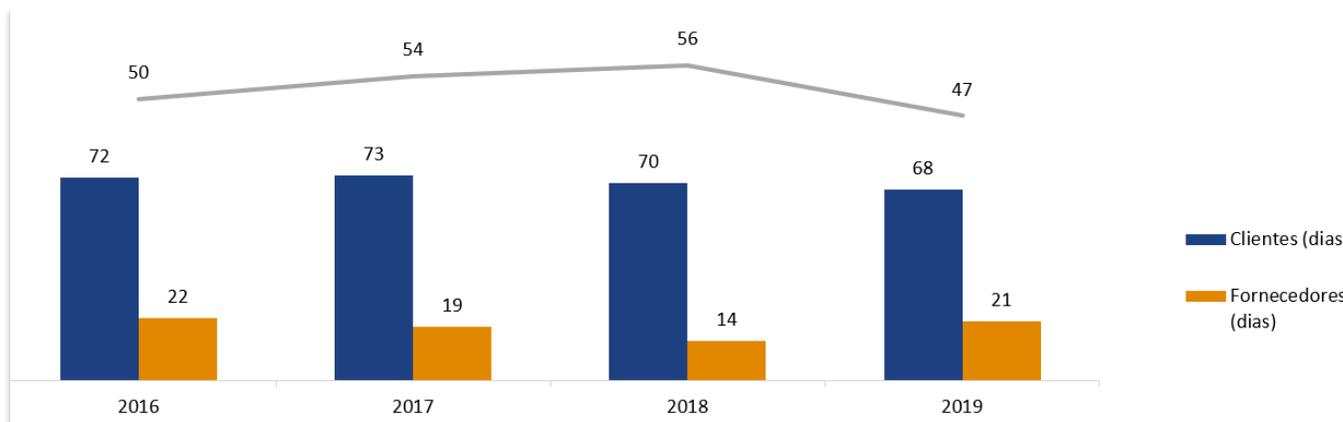
Isso significa que a CVC demora mais para receber o caixa das suas vendas do que pagar seus fornecedores.

Importante destacar que faz mais sentido calcularmos os itens de giro com relação as reservas confirmadas do que com a receita líquida, dado que as reservas representam o todo e a receita líquida representa a comissão da CVC, o que distorce esta análise.

O principal mitigante para este descasamento é a possibilidade de antecipar os recebíveis (boa parte são recebíveis de cartão de crédito).

O principal risco é que a CVC vem tomando dívida para fazer aquisições, deixando menos espaço para endividamento visando financiar seu capital de giro.

Figura 20: Itens de giro



Fonte: CVC, elaboração Escola do Investidor

### Adiantamento de clientes

Um ponto importante também é o item “outros” no passivo.

Maior parte deste item é adiantamentos recebidos por parte dos clientes da CVC.

Em outras palavras, o cliente compra o pacote, mas a CVC ainda não entregou a viagem.

Isso fica registrado como um “contrato a performar” no passivo, com contrapartida no caixa (se o cliente paga a vista) ou no contas a receber (se o cliente paga a prazo).

Importante monitorar a liquidez deste tipo de negócio pois, caso a empresa receba adiantamento de clientes e usa o recurso para outras coisas (exemplo: capex), o resultado pode ser desastroso.

No caso da CVC, vemos que ela mantém um índice de liquidez satisfatório.

## Análise de Múltiplos

Quando analisamos os dados históricos da CVC, verificamos que o P/L histórico médio dos últimos 5 anos foi próximo de 20x.

TTM significa *twelve trailing months*, ou os últimos 12 meses.

Figura 21: P/L TTM



Fonte: Economática, elaboração Escola do Investidor

O aumento do indicador coincide com um período de crescimento da economia como um todo (diferente de 2016 e 2015), afetando positivamente as expectativas com relação a CVC.

Caso esta expectativa mude (seja por Corona Vírus ou por uma nova crise financeira global), é sensato esperar um múltiplo menor para os próximos anos.

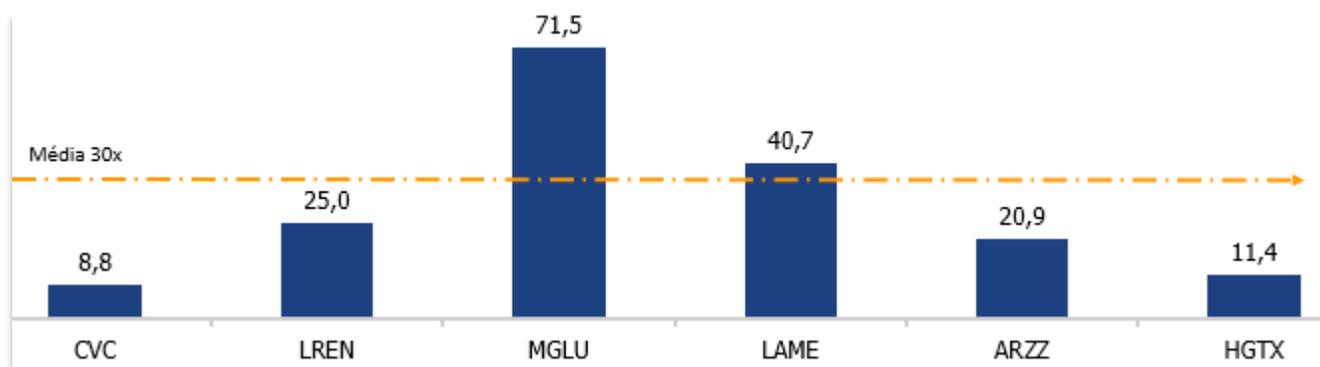
A empresa está negociando a níveis de recessão econômica.

Por falta de peers exatamente no segmento da CVC (turismo) no Brasil, uma alternativa é compará-la com outras empresas do varejo.

Podemos chamar este grupo também de consumo cíclico, ou seja, empresas que tem um produto ou serviço mais elástico (sensível a preço), dependendo bastante do desempenho da economia como um todo.

Quando comparamos o indicador P/L (Preço/Lucro), verificamos que a CVC é o menor múltiplo dentre o grupo de Lojas Renner, Magazine Luiza, Lojas Americanas, Arezzo e Lojas Hering.

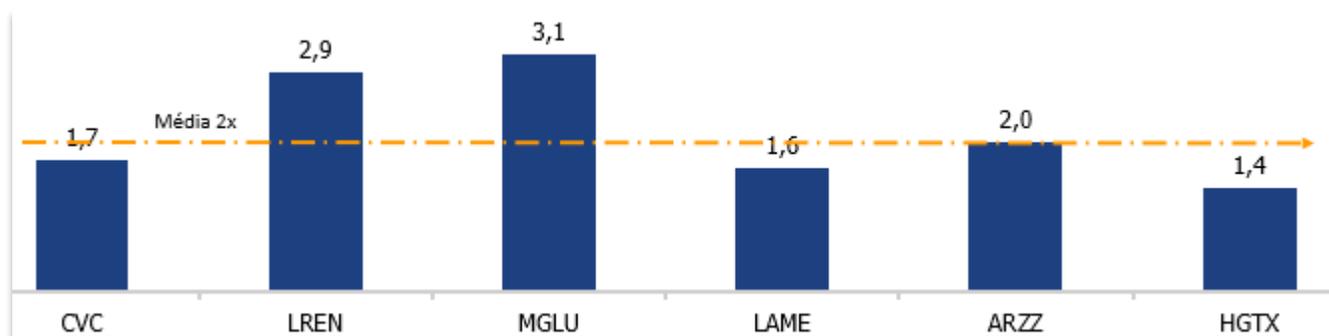
Figura 22: P/L comparação



Fonte: B3, cotação dia 31/3/2020, elaboração Escola do Investidor

Quando comparamos o indicador EV/Vendas (Enterprise Value/Vendas), verificamos que a CVC negocia levemente inferior à média dos pares.

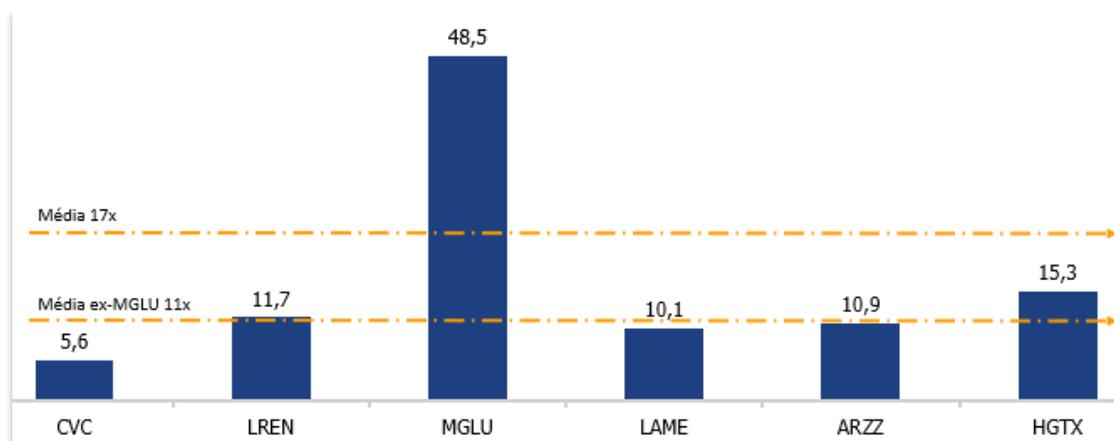
Figura 23: EV/Vendas comparação



Fonte: B3, cotação dia 31/3/2020, elaboração Escola do Investidor

Quando comparamos o indicador EV/Ebitda, verificamos que a CVC está negociando bem abaixo dos pares.

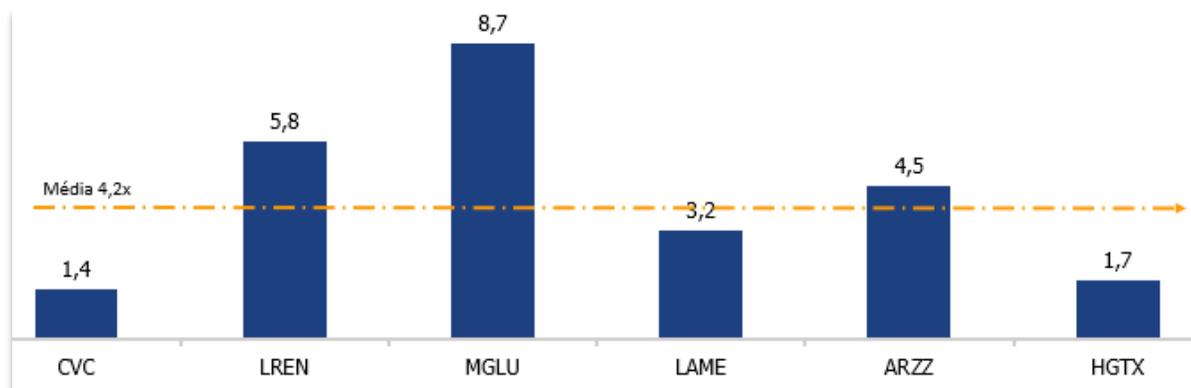
Figura 24: EV/EBITDA comparação



Fonte: B3, cotação dia 31/3/2020, elaboração Escola do Investidor

Por fim, sob a ótica do P/VPA (Preço/Valor patrimonial), verificamos que a CVC também é o menor múltiplo quando comparado com este grupo.

Figura 25: P/VPA comparação



Fonte: B3, cotação dia 31/3/2020, elaboração Escola do Investidor

Os múltiplos sugerem que a empresa está descontada, mas precisamos ter cautela para não cair em um *value trap*, ou seja, uma armadilha de valor.

Será que talvez os múltiplos não estejam mais estressados dado maior dificuldade esperada para a CVC daqui para frente?

# QUER APRENDER A FAZER VALUATION?

CONFIRA O NOSSO CURSO

→ CLIQUE AQUI

A man in a dark suit stands with his back to the camera on a rooftop, looking out over a dense city skyline. The Empire State Building is prominent in the center. The sky is overcast and grey.

**ESCOLA**  
DO  
**INVESTIDOR**

Para nos ajudar a responder isso, um modelo de fluxo de caixa descontado pode ser de grande ajuda.

## Modelo DCF

### Custo de Capital

Antes de mais nada, vamos definir nossa taxa de desconto.

Como vamos utilizar um modelo de FCFF, fluxo de caixa para a firma, nossa taxa de desconto deve ser o WACC.

Começando pelo custo de capital próprio, não gostamos do CAPM pois entendemos que volatilidade não é igual a risco.

Vamos definir este valor olhando a pré longa do brasil e somar 5% como prêmio de risco

Olhando o custo de capital de terceiros, é possível ver que a CVC emitiu sua última debenture com uma taxa de 111% do DI

Figura 26: Endividamento

<b>Emissão</b>	<b>Data de emissão</b>	<b>Vencimentos</b>	<b>Remuneração a.a.</b>
2º emissão	21/11/2017	21/11/2020	107,5% do CDI
3º emissão	28/09/2018	13/03/2022	108,0% do CDI
4º emissão série 1	18/04/2019	18/04/2023	108,5% do CDI
4º emissão série 2	18/04/2019	22/04/2025	111,5% do CDI
<b>Total</b>			

Fonte: CVC

Entretanto, o cenário hoje é outro.

Baseado em negociações recentes no mercado secundário, iremos estimar o custo de capital de terceiros da CVC em CDI + 4%, o que totaliza em torno de 8% ao ano.

Com estas premissas chegamos em um WACC de 10%, que reflete o custo de capital médio ponderado da empresa.

Figura 27: Custo de capital

Custo de Capital	
% Capital Próprio	62%
% Capital Terceiros	38%
Pré Longa Br	8%
Prêmio de Risco	5%
Alíquota IR	34%
Custo de Capital Próprio	13%
Custo de Capital de Terceiros	8%
<b>WACC</b>	<b>10%</b>

Fonte: Escola do Investidor

Essa é a taxa que reflete o risco do fluxo de caixa que sobra para credores e acionistas.

Como diz Aswath Damodaran, professor da NYU, todo valuation de fluxo descontado deveria começar com uma narrativa.

Não é a narrativa correta pois ninguém sabe o futuro, mas deve ser uma narrativa que faça sentido para a situação atual da empresa.

A narrativa que entendemos que faz sentido para a CVC é: empresa atravessa período de crise, com muita incerteza, que provavelmente vai priorizar sobrevivência do que crescimento.

Desta forma, nossa projeção deve refletir uma dificuldade no curto prazo, seguido por uma retomada.

As premissas de performance são as seguintes:

Figura 28: Premissas

Premissas	Cenário Base				
	2020	2021	2022	2022	Perpet
Vendas Líquidas	Queda de 30%	Retomada níveis 2019		Crescimento de 4%	
Margem EBIT	Queda de 11%	Retomada gradual para uma margem de 20%			
Necessidade de Giro	Queda nos adt dientes pela metade	Retomada gradual para ciclo atual			
Capex	Igual Deprec e Amortz				
Endividamento	Amortiza via schedule atual e capta a DI + 4% (segundo FOCUS)				

Fonte: Escola do Investidor

Se você quiser mais detalhes, pode verificar nos anexos os demonstrativos financeiros projetados.

Plugando estas expectativas no nosso modelo, conseguimos estimar qual é o fluxo de caixa livre para a firma projetado.

O cálculo é conforme a figura abaixo

Figura 29: Estimativa FCFF

Discounted Cash Flow	2020	2021	2022	2023	2024	Saída
Fração Ano	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>EBIT</b>	<b>157</b>	<b>319</b>	<b>354</b>	<b>390</b>	<b>408</b>	
Menos: Impostos	53	108	120	133	139	
<b>NOPAT</b>	<b>103</b>	<b>210</b>	<b>234</b>	<b>258</b>	<b>270</b>	
Mais: D&A	95	95	95	96	98	
<b>EBITDA</b>	<b>252</b>	<b>414</b>	<b>449</b>	<b>487</b>	<b>506</b>	
Menos: Capex	95	95	119	121	122	
Menos: Delta NCG	933	274 -	429 -	467	48	
<b>FCFF</b>	- <b>829</b>	- <b>64</b>	<b>639</b>	<b>700</b>	<b>197</b>	<b>4.212</b>

Fonte: Escola do Investidor

Para estimar nossa perpetuidade, ou seja, qual o valor da empresa além do que estimamos através das nossas projeções, nos utilizamos duas metodologias: Modelo de Gordon e múltiplos.

Fizemos uma média aritmética das duas metodologias.

O crescimento perpétuo que utilizamos no modelo de Gordon foi de 4% (ou seja, crescimento real próximo de zero).

O múltiplo EV/EBITDA que utilizamos foi de 10x (conforme nossa análise com os pares).

Figura 30: Perpetuidade

Perpetuidade	
EV/EBITDA	5.062
Perp. Growth	3.362
<b>Média</b>	<b>4.212</b>

Fonte: Escola do Investidor

Trazendo todos estes fluxos a valor presente e dividindo pelo número de ações da empresa, chegamos no valor justo por ação de R\$ 11,20

Como não somos donos da verdade e (muito) provavelmente algumas das nossas premissas não irão se materializar como verdade, é sempre saudável fazer uma análise de sensibilidade.

Isso nada mais é que alterar variáveis no modelo para ver como elas afetam o preço final encontrado.

Quando estressamos margem e receita no ano de 2020, vemos que a sensibilidade do modelo não é muito grande.

De R\$ 10,53 no pior cenário para R\$ 11,99 no melhor cenário.

Figura 31: Sensibilidade Receita vs Margem EBITDA

		Receita				
		1.134	1.260	1.400	1.540	1.694
Mg Ebitda	7%	10,53	10,74	10,98	11,21	11,47
	9%	10,67	10,89	11,15	11,40	11,68
	11%	10,70	10,93	11,19	11,45	11,73
	13%	10,81	10,97	11,23	11,50	11,78
	15%	10,88	11,13	11,41	11,69	11,99

Fonte: Escola do Investidor

Entretanto, quando estressamos o retorno exigido e o crescimento na perpetuidade, vemos uma sensibilidade muito maior.

De R\$ 6,08 no pior cenário ate R\$ 54,51 no melhor cenário.

Figura 32: Sensibilidade WACC vs g

		WACC				
		8%	9%	10%	11%	12%
g	0%	11,25	9,68	8,33	7,14	6,08
	2%	13,31	11,20	9,48	8,04	6,79
	4%	17,43	13,93	11,19	9,45	7,87
	6%	29,79	20,29	15,25	12,00	9,67
	7%	54,51	28,25	19,09	14,23	11,11

Fonte: Escola do Investidor

A conclusão deste exercício (**relembrando que não é uma recomendação de investimento**) são dois.

Via análise de múltiplos, a CVC aparenta estar descontada mais que os pares.

Via DCF, parece estar precificada de forma justificada diante da incerteza com relação ao resultado de 2020 (que pode vir de qualquer jeito).

Sem contar que há uma incerteza contábil da própria empresa com relação aos resultados.

# QUER APRENDER A FAZER VALUATION?

CONFIRA O NOSSO CURSO

→ CLIQUE AQUI



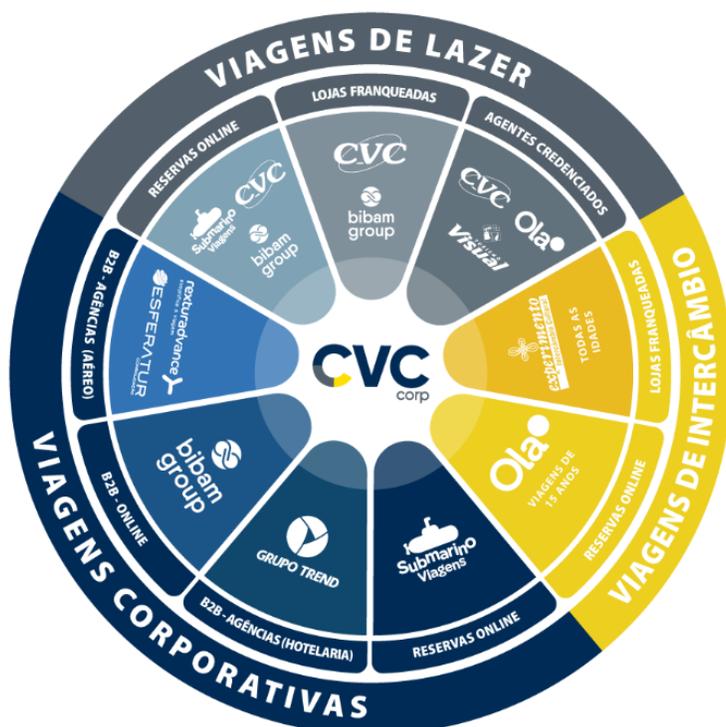
ESCOLA  
DO  
INVESTIDOR

## Anexos

### Conselho de administração

Conselho de Administração			
Nome	Cargo	Data de eleição	Prazo de mandato
Luiz Eduardo Falco Pires Correa	Presidente do Conselho	Novembro/2018	Abril/2020
Silvio José Genesini Junior	Vice-Presidente	Novembro/2018	Abril/2020
Cristina Junqueira	Conselheiro Independente	Novembro/2018	Abril/2020
Henrique Teixeira Alvares	Conselheiro Independente	Novembro/2018	Abril/2020
Luis Otavio Saliba Furtado	Conselheiro Independente	Novembro/2018	Abril/2020
Deli Koki Matsuo	Conselheiro Independente	Novembro/2018	Abril/2020
Eduardo Cunha Monnerat Solon de Pontes	Conselheiro Independente	Novembro/2018	Abril/2020

Fonte: CVC



Fonte: CVC

Quero ter acesso a esse relatório em vídeo!

No Ranking EXAME/IBRC de Atendimento ao Cliente de 2018 (estudo nacional que ranqueia anualmente as melhores e piores empresas em atendimento), a CVC ficou em último na categoria Turismo.

Ranking IBRC 2018		
Ranking	Empresa	Nota
52	Hotel Urbano	69,71
109	Decolar.com	62,26
117	CVC	61,09

Fonte: IBRC, elaboração Escola do Investidor

### Demonstrativos Financeiros

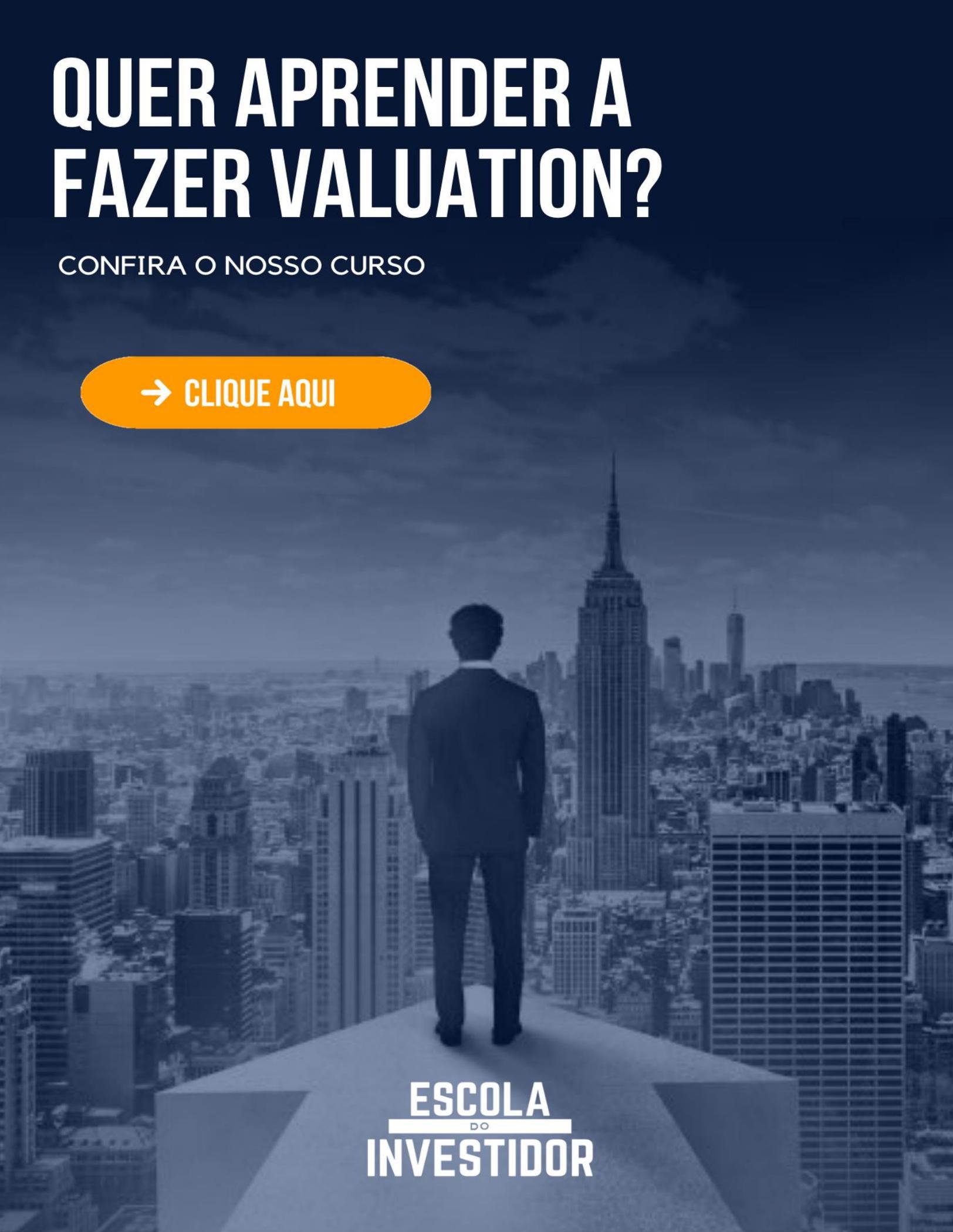
DRE	2019	2020	2021	2022	2023
Take Rate	10%	10%	10%	10%	10%
Reservas Confirmadas	17.142	14.000	18.000	18.720	19.469
<b>Receita</b>	1.798	1.400	1.800	1.872	1.947
CMV	(137)	(98)	(126)	(131)	(136)
Deprec. / Amort.	(150)	(95)	(95)	(95)	(96)
<b>Lucro Bruto</b>	1.511	1.207	1.579	1.646	1.714
SG&A	(1.258)	(1.050)	(1.260)	(1.292)	(1.324)
Outras Desp. / Receitas	150	0	0	0	0
<b>Lucro Operacional</b>	403	157	319	354	390
Res Financ Líq	(197)	(109)	(119)	(123)	(94)
<b>Lucro Após D.F</b>	206	48	200	231	296
Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
Outras Desp. / Receitas ñ Op	0	0	0	0	0
I.R./C.S.	(18)	(16)	(68)	(78)	(101)
<b>Lucro Líquido</b>	188	31	132	152	195

Balço	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Ativo</b>					
Caixa	365	300	312	324	337
Clientes	3.179	2.596	3.338	3.472	3.611
Estoques	0	0	0	0	0
Outros NCG	1.213	991	1.274	1.325	1.378
Outros Ativos CP	109	109	109	109	109
<b>Ativo Circulante Total</b>	<b>4.866</b>	<b>3.996</b>	<b>5.033</b>	<b>5.230</b>	<b>5.435</b>
Outros RLP	504	504	504	504	504
Imobilizado, Intangível e Ativo	1.906	1.906	1.906	1.930	1.954
Investimentos	0	0	0	0	0
<b>Ativo Não Circulante Total</b>	<b>2.410</b>	<b>2.410</b>	<b>2.410</b>	<b>2.434</b>	<b>2.458</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>7.276</b>	<b>6.406</b>	<b>7.443</b>	<b>7.664</b>	<b>7.893</b>
<b>Passivo</b>					
Fornecedores	986	805	1.035	1.077	1.120
Dívida CP	924	100	98	458	125
Refinanciamentos	0	1.160	1.415	968	801
Outros Passivos NCG	2.516	959	1.479	2.052	2.667
Outros Passivos CP	133	133	133	133	133
<b>Passivo Circulante Total</b>	<b>4.559</b>	<b>3.158</b>	<b>4.160</b>	<b>4.687</b>	<b>4.845</b>
Dívida LP	906	1.406	1.308	850	725
Outros ExLP	669	669	669	669	669
<b>Passivo Não Circulante Total</b>	<b>1.575</b>	<b>2.075</b>	<b>1.977</b>	<b>1.519</b>	<b>1.394</b>
<b>Passivo Total</b>	<b>6.134</b>	<b>5.233</b>	<b>6.137</b>	<b>6.206</b>	<b>6.239</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>					
Capital Social	664	664	664	664	664
Lucros Acumulados	478	509	641	794	989
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>1.142</b>	<b>1.173</b>	<b>1.305</b>	<b>1.458</b>	<b>1.653</b>
<b>Passivo Total + PL</b>	<b>7.276</b>	<b>6.406</b>	<b>7.443</b>	<b>7.664</b>	<b>7.893</b>

# QUER APRENDER A FAZER VALUATION?

CONFIRA O NOSSO CURSO

→ CLIQUE AQUI

A man in a dark suit stands with his back to the camera on a rooftop. He is looking out over a vast city skyline, with the Empire State Building being the most prominent skyscraper. The sky is overcast and grey. The overall tone is professional and aspirational.

ESCOLA  
DO  
INVESTIDOR