

## CASO CVC S.A.: ANÁLISE DE UM SETOR DE RISCO EM TEMPOS DE PANDEMIA POR COVID-19

# Resumo

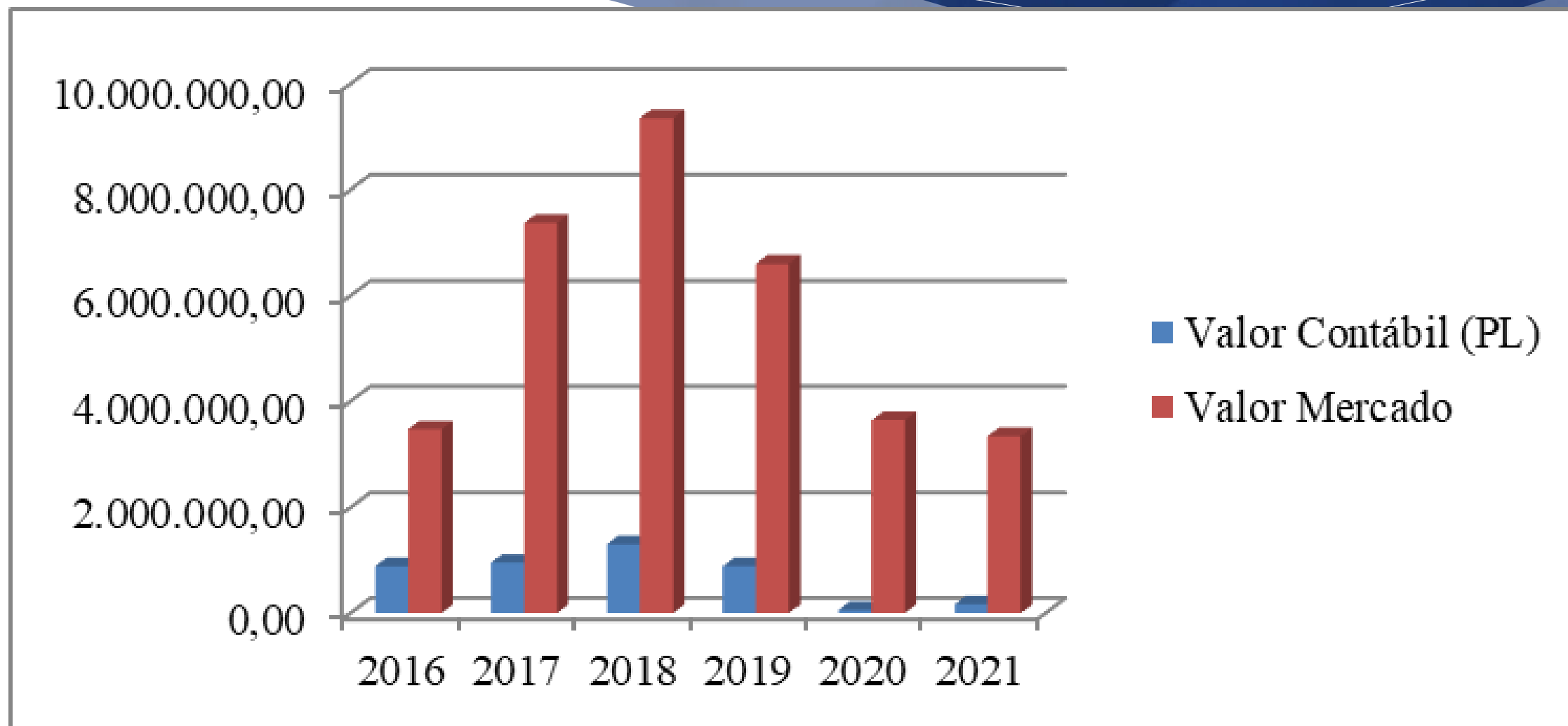
A pandemia da covid-19 demandou o isolamento social afetando as atividades de lazer. A CVC S.A., empresa consolidada no setor de turismo foi impactada negativamente devido às medidas para conter a doença, ocasionando queda nas receitas, prejuízos recorrentes, além de altos investimentos e lucratividade insuficiente. O caso buscou verificar os riscos operacionais e financeiros do negócio, além de avaliar a situação do seu valor econômico, o qual estava sendo destruído. Os resultados demonstram que a empresa tem possibilidade de melhora no seu Fluxo de Caixa Livre com o retorno das suas atividades operacionais, apontando cautela para futuros investimentos.

**Palavras-Chave:** Covid-19; CVC S.A.; Condição Econômico-Financeira.

## Empresa CVC

- Ramo: Pacotes de turismo no Brasil e no mundo
- Atuação: 50 anos e em mais de 100 destinos
- Posição: Maior grupo de viagens do Brasil
- Faturamento: R\$ 825,9 milhões em 2021
- Listada na Bovespa (Novo Mercado de GC)
- Capital: 63,6% com o grupo Carlyle (um dos maiores fundos de *private equity* do mundo)

**Gráfico 1 – Valor Contábil x Valor de Mercado**

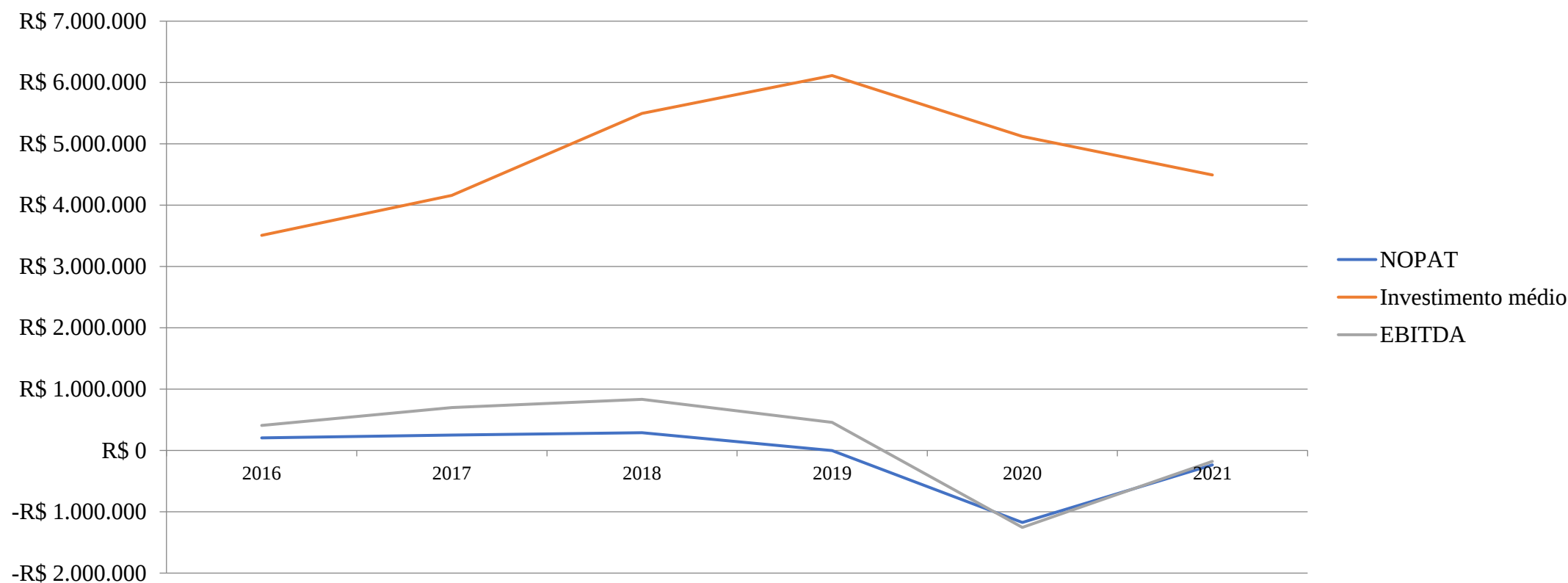


Fonte: Elaboração própria

## Descrição da situação problema

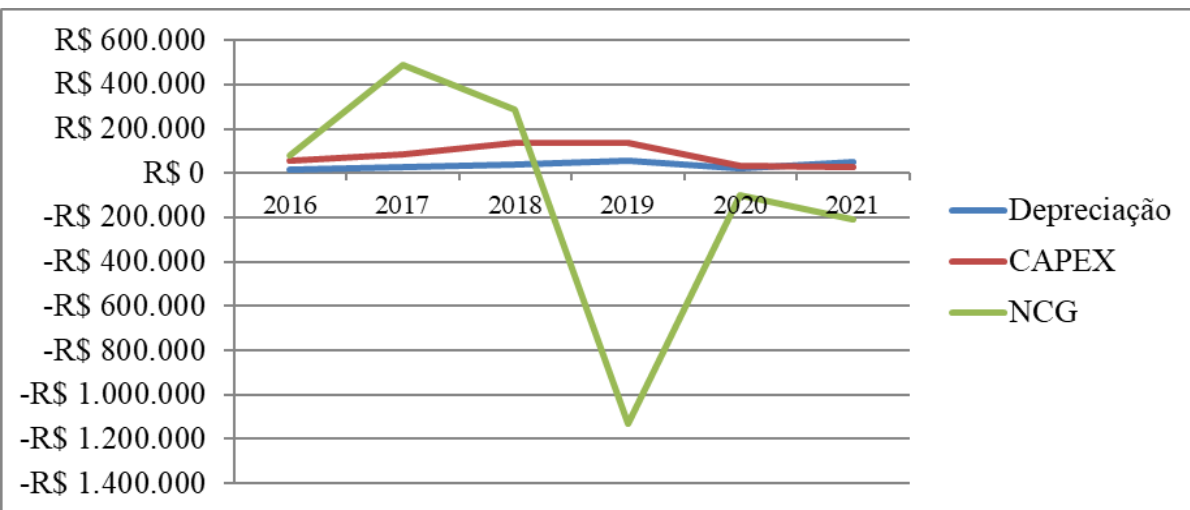
- Prejuízos recorrentes e receita em baixa
- Altos investimentos e lucratividade insuficiente ao longo do tempo
- Setor crítico devido à pandemia da covid-19, sendo um dos últimos a entrar em normalidade
- Aumento do passivo oneroso, visando aquisição de controladas e investidas
- Índices da empresa em queda
- Destruição de Valor Econômico

**Gráfico 2 – Análise histórica de crescimento do NOPAT, investimento médio e EBITDA**



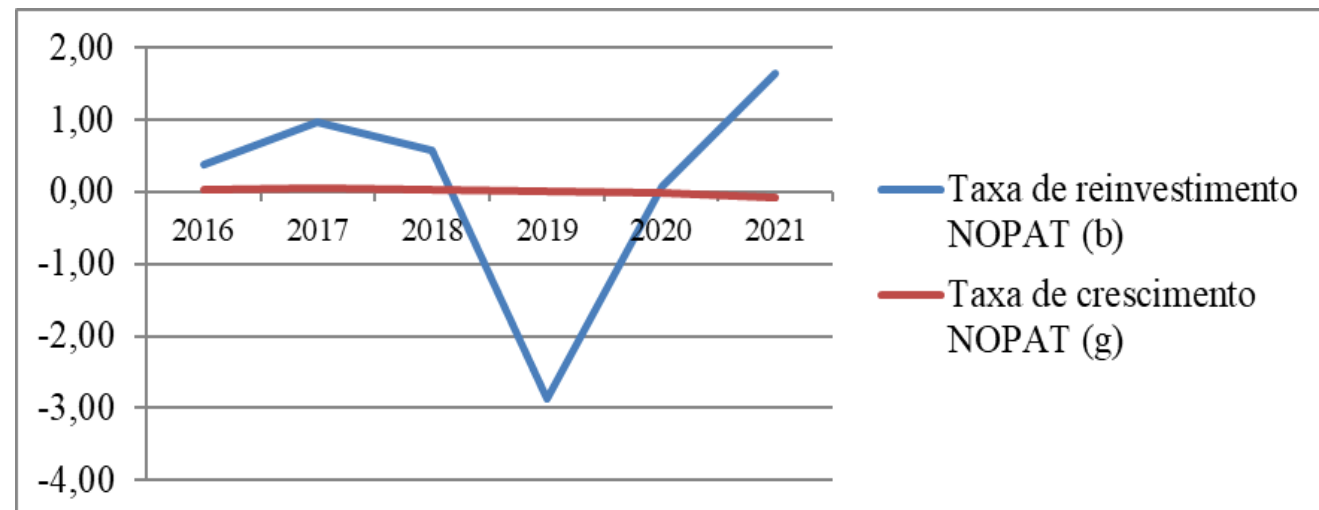
Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 3 – Análise histórica de crescimento da depreciação, CAPEX e NCG**



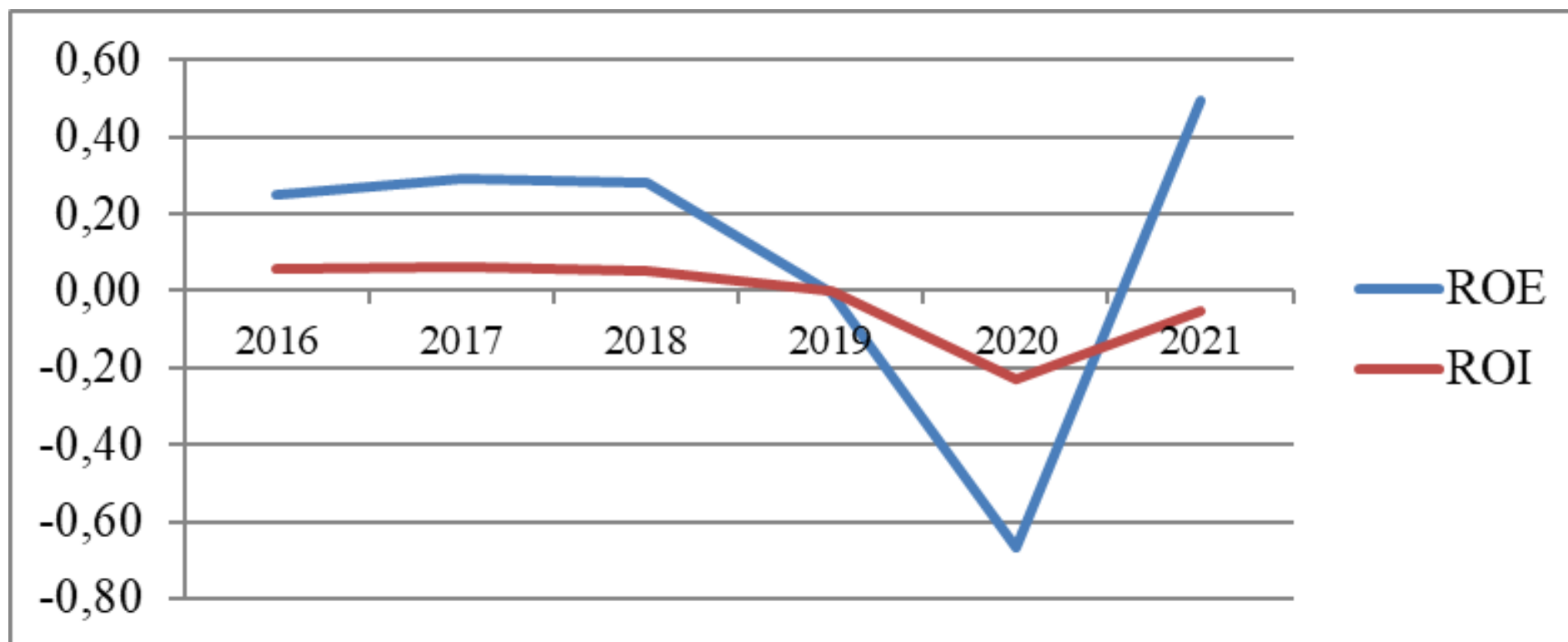
Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 4 – Análise histórica das taxas de reinvestimento e crescimento NOPAT**



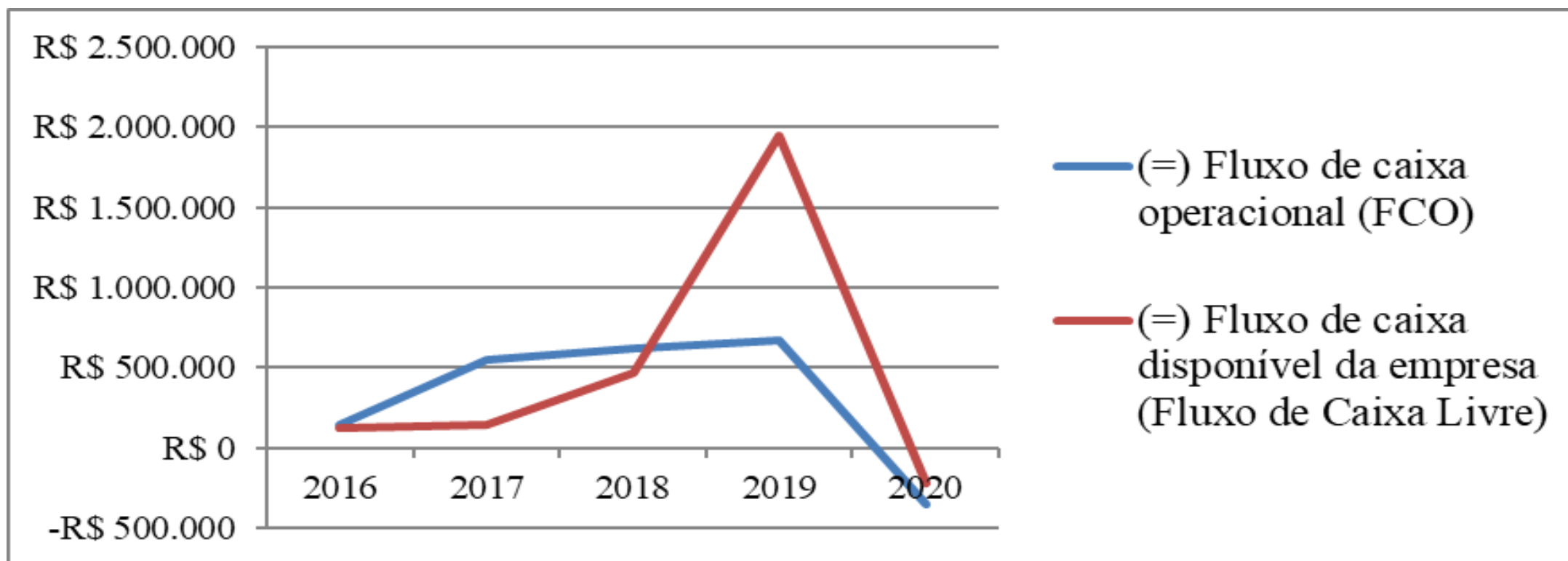
Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 5 – Análise histórica de rentabilidade ROE e ROI**



Fonte: Elaboração própria

**Gráfico 6** – Análise histórica dos fluxos de caixa operacionais e descontados da CVC



Fonte: Elaboração própria

|                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Risco do negócio</b>  | <p>Riscos emergentes se baseiam nas tendências atuais;</p> <p>Demanda do cliente em rápida transformação;</p> <p>Preocupação estratégica: marca nacional para o exterior (Argentina);</p> <p>Setor competitivo que depende da repetitividade do cliente;</p> <p>Qualidade e reputação da marca.</p>                                                                                                         |
|                          | <p>Sólido relacionamento com fornecedores da indústria;</p> <p>Acordo com a cadeia do turismo, aumentando a quantidade de hotéis no portfólio;</p>                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Risco operacional</b> | <p>Ações tomadas em 2020: mudança na gestão e reorganização do comitê executivo, implantação de novo modelo de governança, capitalização, renegociação de dívidas, aprovação de plano de incentivo de longo prazo</p> <p>CCL negativo e prejuízo: consequências da pandemia com reflexo nas atividades e receitas da cia;</p> <p>Não há incerteza relevante relacionada com a continuidade operacional.</p> |
| <b>Risco financeiro</b>  | <p>Crescimento e lucros expostos:</p> <p>Riscos de ataques terroristas, acidentes relacionados a viagens, distúrbios políticos, preços de petróleo, desastres naturais e mudanças nas relações diplomáticas;</p> <p>Riscos de inadimplências;</p> <p>Riscos operacionais, financeiros e de caixa.</p>                                                                                                       |

Fonte: Elaboração própria com base nos documentos da CVC.

## Proposta de Solução

- Análise dos Índices e Riscos do Negócio
- Cálculo do Custo de Capital
- Avaliação da situação pelo EVA/MVA
- Utilização do software de apoio Economatica e site do Damodaran

Tabela 1 - Custo histórico de capital de terceiros da CVC

| Variável                                   | 2016          | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | Premissa                         |
|--------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------------|
| Rf (taxa livre de risco)                   | 13,65%        | 6,90%        | 6,40%        | 4,40%        | 7,75%        | Selic                            |
| Sd (risco de inadimplência na empresa)     | 2,65%         | 2,65%        | 2,65%        | 2,65%        | 2,65%        | <i>Default risk</i><br>Damodaran |
| T (taxa de imposto de renda)               | 25%           | 25%          | 25%          | 25%          | 25%          | Taxa efetiva                     |
| <b>Kd (custos de capital de terceiros)</b> | <b>12,23%</b> | <b>7,16%</b> | <b>6,79%</b> | <b>5,29%</b> | <b>7,80%</b> |                                  |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 2 - Custo histórico de capital próprio da CVC

| Variável                                            | 2016           | 2017           | 2018         | 2019           | 2020         | Premissa                                 |
|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|------------------------------------------|
| Rf (taxa livre de risco)                            | 13,65%         | 6,90%          | 6,40%        | 4,40%          | 5,10%        | Selic (-) <i>default risk</i>            |
| $\beta$ (beta alavancado pela estrutura de capital) | 1,33           | 1,00           | 1,03         | 1,03           | 0,83         | Base Damodaran (Países emergentes setor) |
| Rm (retorno de mercado)                             | 38,93%         | 26,86%         | 15,03%       | 31,58%         | 2,92%        | IBOVESPA (Variação nominal anual)        |
| Prêmio pelo risco de mercado (Rm -Rf)               | -25,28%        | -19,96%        | -8,63%       | -27,18%        | -2,18%       |                                          |
| Risco país ( $\alpha$ BR)                           | 2,27%          | 1,96%          | 2,72%        | 2,42%          | 2,42%        | Risco Brasil (Instituto Assaf Neto)      |
| <b>Ke (custo do capital próprio)</b>                | <b>-17,72%</b> | <b>-11,16%</b> | <b>0,19%</b> | <b>-21,31%</b> | <b>5,70%</b> |                                          |

Fonte: Elaboração própria

**Tabela 3 - Custo histórico de capital médio ponderado da CVC**

| <b>WACC Histórico</b>           | <b>2016</b>   | <b>2017</b>   | <b>2018</b>  | <b>2019</b>    | <b>2020</b>  |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|----------------|--------------|
| <b>Ke</b>                       | 12,23%        | 7,16%         | 6,79%        | 5,29%          | 7,80%        |
| Estrutura alvo                  | 71%           | 47%           | 44%          | 30%            | 4%           |
| <b>Custo da dívida</b>          | <b>8,68%</b>  | <b>3,34%</b>  | <b>2,99%</b> | <b>1,61%</b>   | <b>0,29%</b> |
| <b>Kd</b>                       | -17,72%       | -11,16%       | 0,19%        | -21,31%        | 5,70%        |
| Estrutura alvo                  | 41%           | 53%           | 56%          | 70%            | 96%          |
| <b>Custo do capital próprio</b> | <b>-7,24%</b> | <b>-5,96%</b> | <b>0,11%</b> | <b>-14,83%</b> | <b>5,49%</b> |
| <b>WACC Resultado</b>           | <b>1,44%</b>  | <b>-2,63%</b> | <b>3,10%</b> | <b>-13,23%</b> | <b>5,78%</b> |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4 - Indicador EVA de geração de valor

| <b>Ano</b> | <b>EVA pelo NOPAT</b> |
|------------|-----------------------|
| 2016       | 152.802,17            |
| 2017       | 188.888,70            |
| 2018       | 210.352,85            |
| 2019       | -92.096,99            |
| 2020       | -1.249.577,32         |

Fonte: Elaboração própria

## Resultados alcançados e/ou previstos

- Preocupação em relação à lucratividade decrescente
- EVA/MVA demonstrando destruição de valor nos últimos dois anos
- Vislumbre das necessidades futuras
- Direcionamento para os investidores

## Discussão

- Pandemia trouxe prejuízos para o setor
- A empresa já estava apresentando problemas anteriores
- Setor altamente sensível ao isolamento social imposto pela Pandemia do Covid-19
- Os Riscos devem ser analisados conjuntamente
- Mercado precifica ação acima do valor contábil

## Conclusão

- Empresa consolidada no setor, porém sensível à crises
- Fluxo de Caixa Livre com possibilidade de melhora no retorno das atividades
- Destruição de valor do acionista no período pandêmico
- Cautela em Investimento no setor diante de crises, seja financeira ou sanitária.

## Referências

- ASSAF NETO, A. (2021). *Avaliação: métricas de valor e avaliação de empresas*. Disponível em: Grupo GEN, 4. ed. São Paulo: Grupo GEN.
- B3. (2021). *CVC Brasil*. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/renda-variavel/cvc-brasil.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/renda-variavel/cvc-brasil.htm)>. Acesso em 02 de nov. de 2021.
- DAMODARAN, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Pearson.
- MARTINS, E. (2001). *Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica*. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. São Paulo: Atlas.

# Obrigado!

Não abandone a sabedoria, e ela o protegerá; ame-a, e ela cuidará de você.

Provérbios 4:6

- ✉ Laura Brandão Costa – [laurab\\_costa@hotmail.com](mailto:laurab_costa@hotmail.com)
- ✉ Jordana Peres Veiga – [jordana\\_veiga@ufu.br](mailto:jordana_veiga@ufu.br)
- ✉ Lísia de Melo Queiroz – [lisia@ufu.br](mailto:lisia@ufu.br)
- ✉ Moisés Ferreira da Cunha – [moises\\_cunha@ufg.br](mailto:moises_cunha@ufg.br)