



**XXIX Congresso Brasileiro de Custos**  
16 a 18 de novembro de 2022  
- João Pessoa / PB -



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

**Laura Brandão Costa** (UFU) - laurab\_costa@hotmail.com

**Jordana Peres Veiga** (Ufu) - jordana\_veiga@ufu.br

**Lisia de Melo Queiroz** (UFU) - lisiaqueiroz@yahoo.com.br

**Moisés Ferreira Cunha** (UFG) - mfccunha@ig.com.br

### **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.

**Área temática:** Casos Empresariais

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

## Resumo

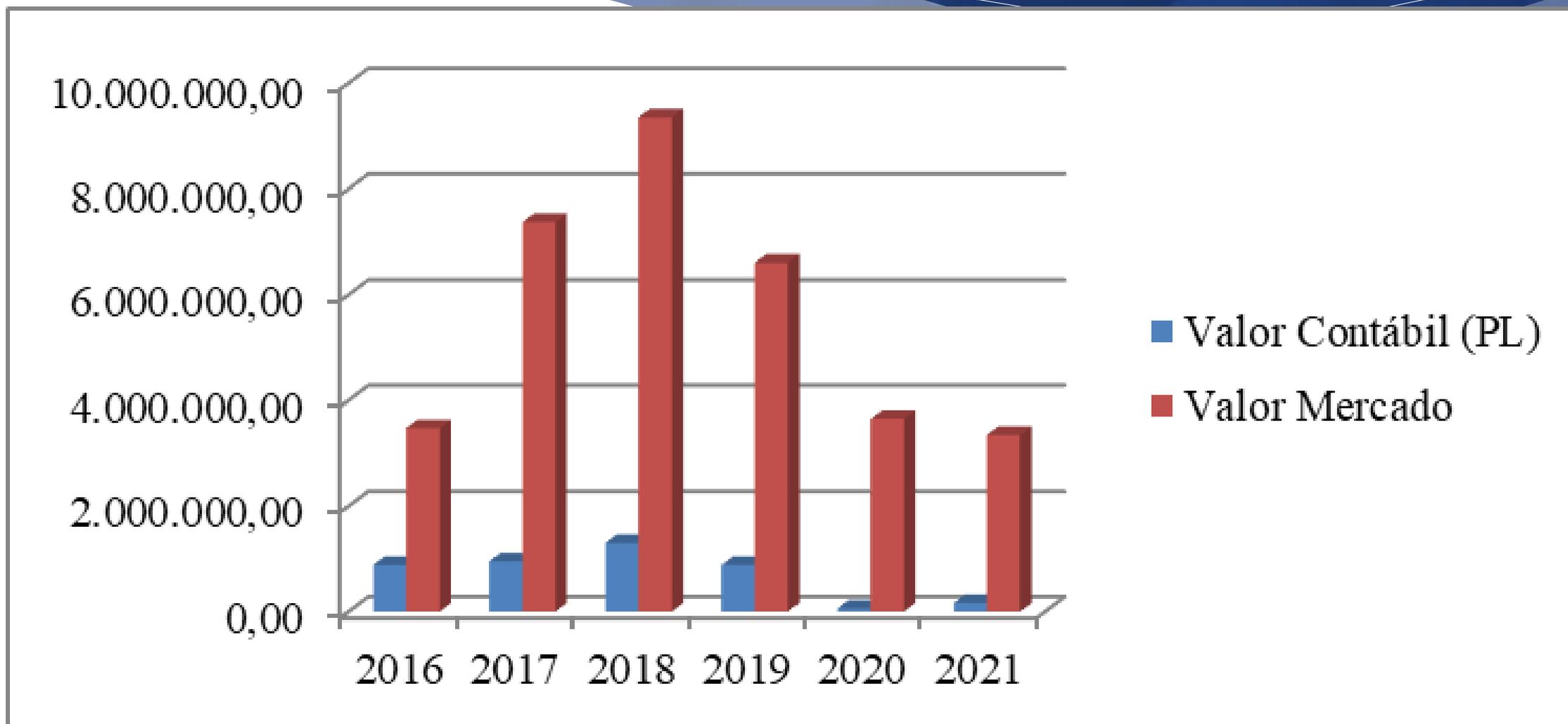
A pandemia da covid-19 demandou o isolamento social afetando as atividades de lazer. A CVC S.A., empresa consolidada no setor de turismo foi impactada negativamente devido às medidas para conter a doença, ocasionando queda nas receitas, prejuízos recorrentes, além de altos investimentos e lucratividade 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

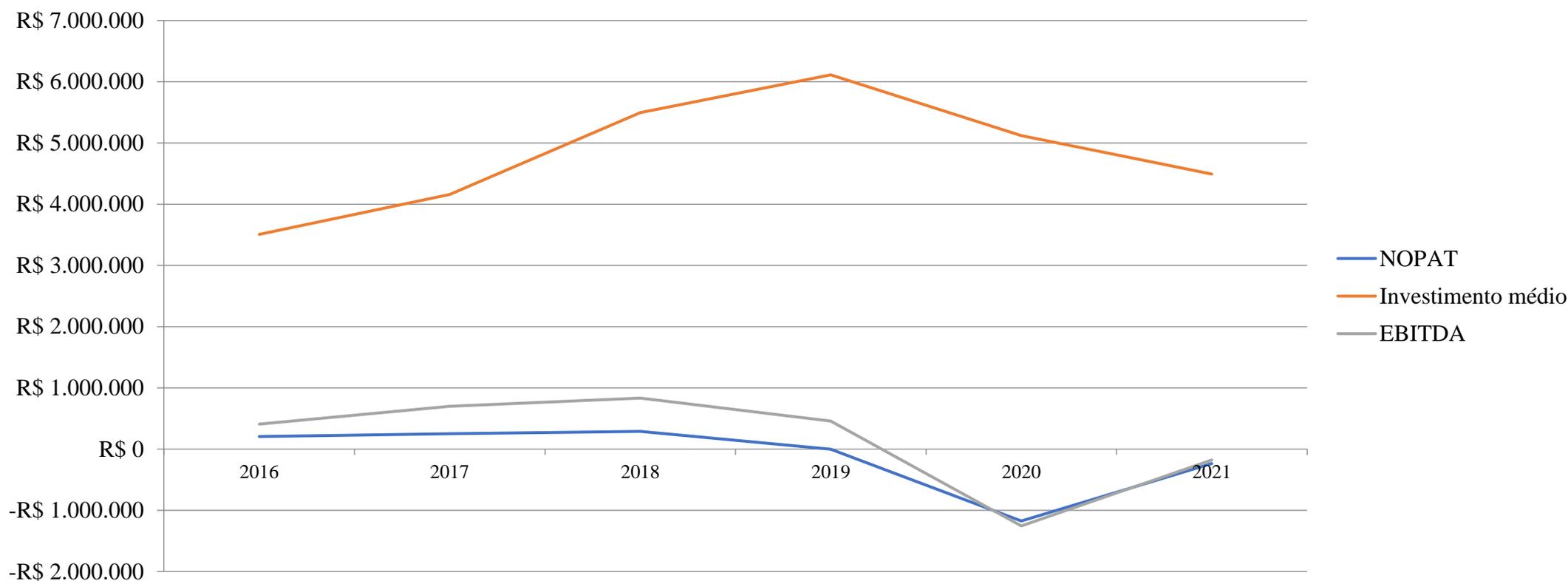


Fonte: Elaboração própria

## 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**



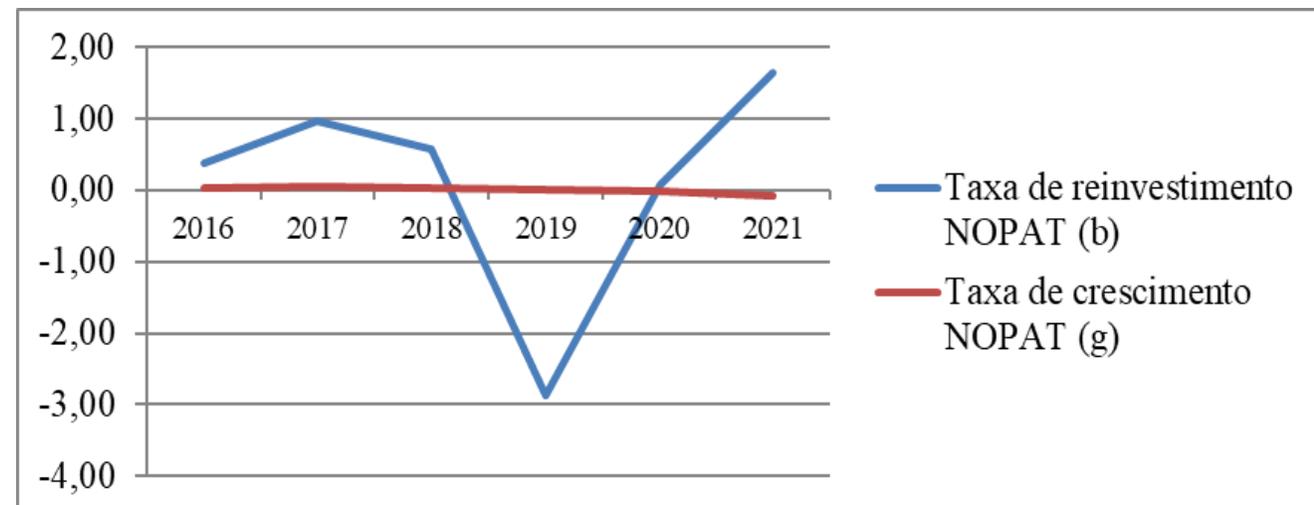
Fonte: Elaboração própria

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



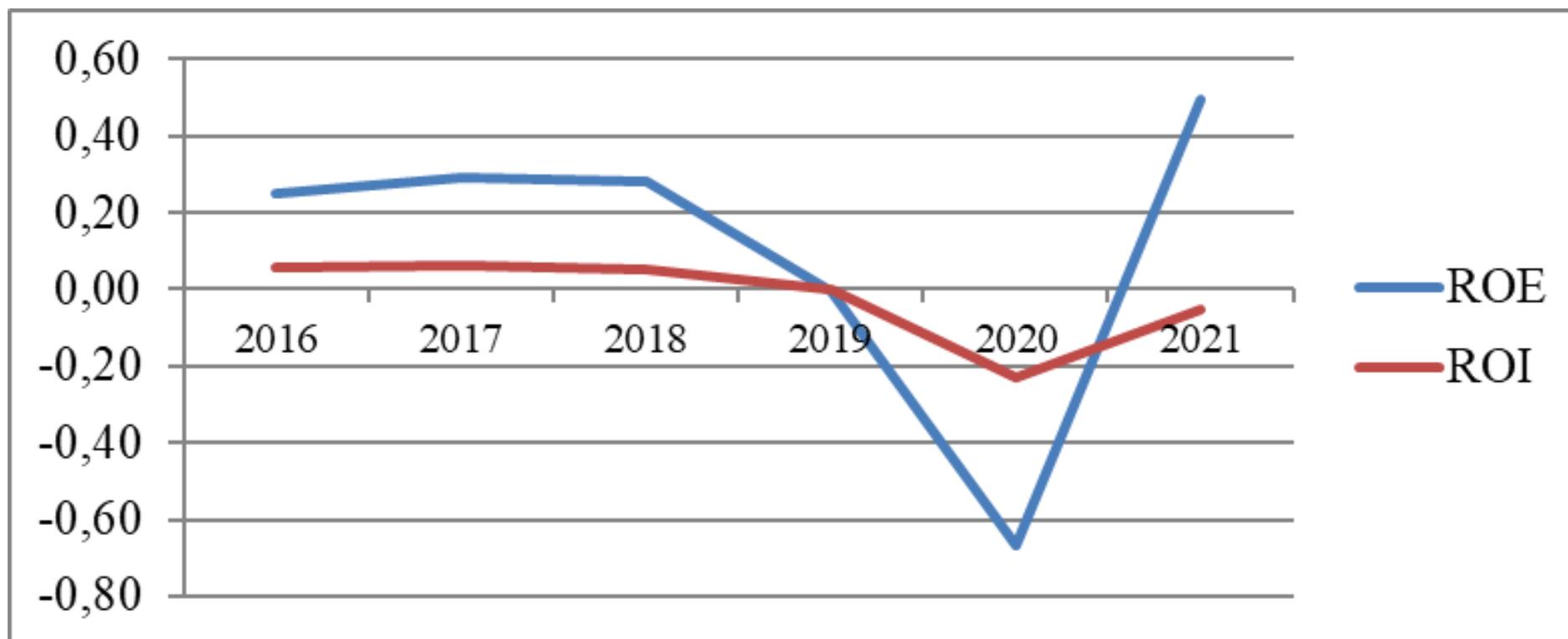
Fonte: Elaboração própria

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



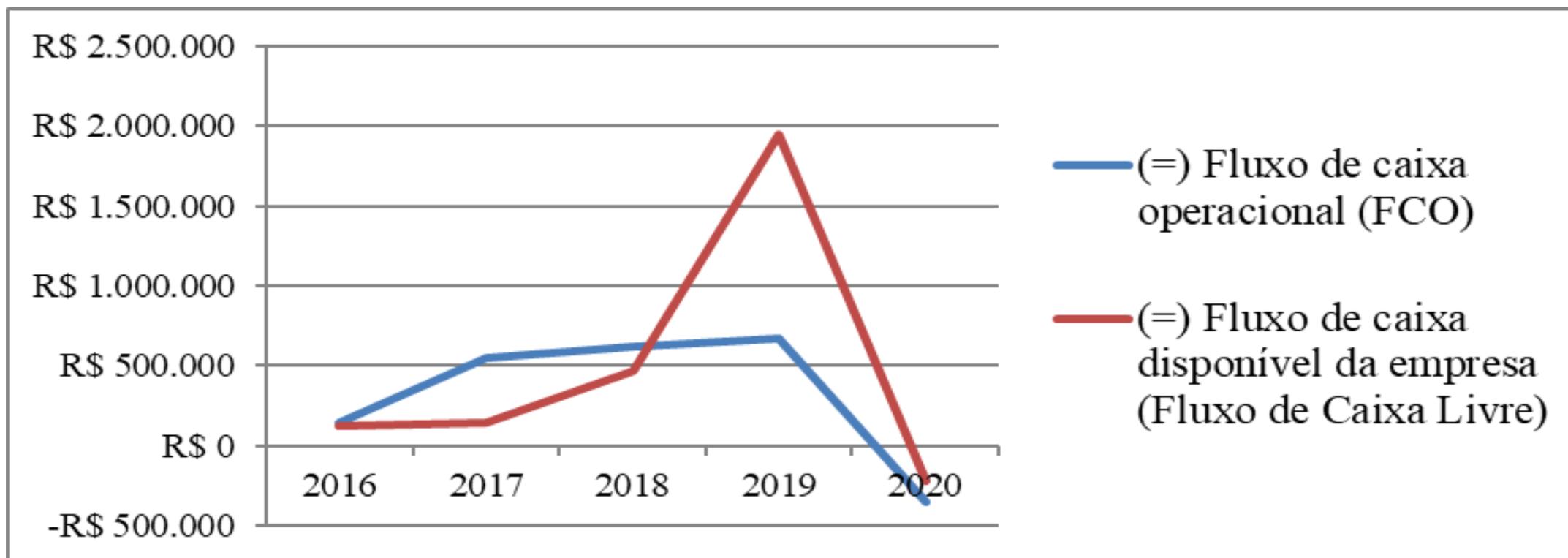
Fonte: Elaboração própria

**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

<p><b>Risco do negócio</b></p>	<p>Riscos emergentes se baseiam nas tendências atuais;          Demanda do cliente em rápida transformação;          Preocupação estratégica: marca nacional para o exterior (Argentina);          Setor competitivo que depende da repetitividade do cliente;          Qualidade e reputação da marca.</p>
	<p>Sólido relacionamento com fornecedores da indústria;          Acordo com a cadeia do turismo, aumentando a quantidade de hotéis no portfólio;</p>
<p><b>Risco operacional</b></p>	<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          CCL negativo e prejuízo: consequências da pandemia com reflexo nas atividades e receitas da cia;          Não há incerteza relevante relacionada com a continuidade operacional.</p>
<p><b>Risco financeiro</b></p>	<p>Crescimento e lucros expostos:          Riscos de ataques terroristas, acidentes relacionados a viagens, distúrbios políticos, preços de petróleo, desastres naturais e mudanças nas relações diplomáticas;          Riscos de inadimplências;          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> 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)