



CFA Institute

CFA INSTITUTE RESEARCH CHALLENGE

Hosted by
CFA Society Brazil
Lilac Team

Início de Cobertura

BUY

Varejo Especializado

Empresa

CVCCVCB3.SA, CVCB3 BZ
Exchange: BM&FBOVESPA

03 Novembro 2015

Preço (BRL)	14,60
Preço Alvo 12M (BRL)	18.60
Valorização prevista	+27,39%
Variação 52 semanas (BRL)	11,94 - 20,16

Fontes: Bloomberg e Projeções do Time

Perfil da Ação

Mkt Cap (BRL)	1.974,7M
Tot. Ações / Float	133.4M / 73.4M
ADTV (LTM)	469.700
Beta	0,86

Fonte: Bloomberg

Dados Financeiros

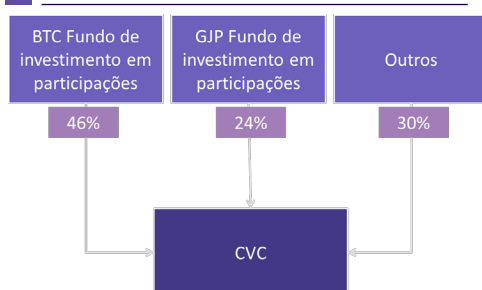
EV/EBITDA 2015E	4,6x
P/E 2015E	11,5x
EV/Sales 2015E	2,3x
ROE	32%
ROA	5%
ROIC	45%
Net Debt/LTM EBITDA	0.0x
Net Debt/Equity	0.0x

Fonte: Bloomberg e Modelo do Time

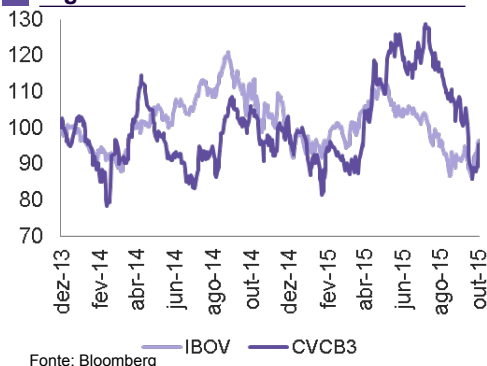
Principais Acionistas

BTC Fundo Investimento PRT	45%
GJP Fundo Investimento PRT	24%
BW Gestao de Investimentos Ltda	2,77%
Nucleo Capital Ltda	1,85%
Norges Bank	1,56%
Neo Gestao de Recursos Ltda	1,13%
Outros	25%

Fonte: Bloomberg

Controle Acionário

Fonte: CVC e Bloomberg

Fig.1 CVCB3 vs IBOV

Fonte: Bloomberg

CVC em velocidade de cruzeiro apesar de ambiente desfavorável

Iniciamos a cobertura da CVC Brasil Operadora e Agencia de Viagens S.A. (CVCB3) com uma recomendação de COMPRA e valor justo de BRL18.6/ação, representando uma valorização de 27,39% do preço atual. Nossa recomendação é apoiada nos seguintes fatores: i) Ganhos de margem devido à mudança no mix de pacotes, ii) Ganho de market-share como consequência da boa marca da empresa e cenário econômico desafiador, iii) Novas aquisições geram potencial de sinergias resultando em aumento das margens EBITDA, iv) Modelo de crescimento que requer pouco investimento permite crescimento sustentável da empresa para os próximos anos, v) A recente desvalorização do papel já precificou os danos do cenário macro desfavorável.

A CVC é o maior operador de tours da América Latina com 3,4 milhões de passageiros embarcados em 2014, 12% dos gastos com viagens no Brasil, 13% CAGR de reservas (2008-2014). A empresa é também a maior rede de varejo de turismo das Américas com 934 lojas próprias e mais de 6.500 agentes autônomos. A CVC tem se mantido como a marca mais reconhecida de turismo no Brasil (1º lugar no prêmio "Top of Mind" desde 2011) e ganhou o prêmio de "Melhor Operadora de Turismo" nos últimos 11 anos consecutivos.

O cenário macroeconômico desafiador como oportunidade. A volatilidade cambial gerou mudança no mix de produtos aumentando o percentual de vendas de pacotes nacionais, onde a empresa tem melhores margens.

A base de clientes do setor deverá se manter estável, com tickets menores, mas com um aumento do market share da CVC. Acreditamos que a fragilidade do setor proporcionará aumento de market share através da quebra de agências e pela migração dos consumidores para marcas mais confiáveis. A companhia deverá manter ainda a procura por crescimento inorgânico para incrementar seu volume (no Brasil e na América Latina).

Novas aquisições diversificam áreas de atuação gerando novas sinergias. As aquisições da Submarino Viagens e Duotur (Rextur Advance) praticamente duplicam a demanda do grupo por passagens aéreas, aumentando o poder de barganha. Com isso a empresa entrou no setor corporativo e triplicou sua presença online.

A CVC se destaca da indústria e deverá sair mais forte ao fim da crise. Considerando os pontos acima, o aumento de market share e aumento da margem EBITDA permitirão à CVC navegar a crise dando um bom retorno nos próximos 12 meses e retornos ainda mais interessantes nos anos seguintes.

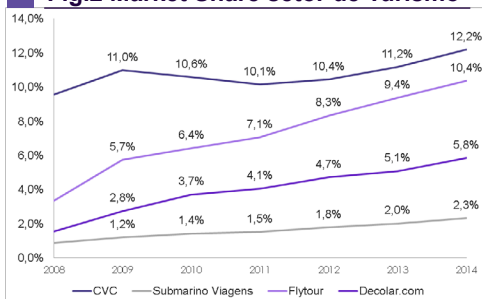
Os principais riscos para a tese de investimentos são: (i) o aumento do desemprego muito acima de 10% em 2016 ou a permanência de altas taxas de desemprego por longos períodos; (ii) falha na captação de sinergias das novas aquisições, (iii) falha na implementação do plano de abertura de novas lojas.

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Net Debt	199.529	52.928	-17.862	-117.076	-192.703	-272.157	-345.235	-411.156
EPS	1,72	1,11	1,27	1,48	1,72	1,96	2,22	2,86
EV/EBITDA	7,4x	5,7x	4,6x	3,5x	3,0x	2,6x	2,2x	1,9x
P/E	8,5x	13,1x	11,5x	9,8x	8,5x	7,4x	6,6x	5,1x
EV/Net Sales	3,3x	2,8x	2,3x	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x	1,0x
ROE	42%	38%	32%	31%	30%	30%	30%	34%
ROA	6%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	6%
ROIC	38%	38%	45%	57%	67%	75%	84%	89%
CROCI	92%	77%	71%	74%	72%	71%	69%	68%
Net Debt/LTM EBITDA	0,7x	0,2x	0,0x	-0,2x	-0,3x	-0,4x	-0,5x	-0,5x
Net Debt/Equity	0,6x	0,1x	0,0x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,3x
Div. Yield	na	1,5%	4,3%	4,5%	6,1%	7,7%	8,7%	9,9%
FCF Yield	0,0%	8,6%	9,2%	14,3%	15,7%	18,3%	20,3%	22,0%

Sumário do Investimento

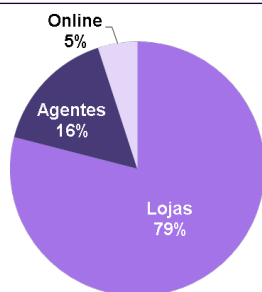
Margens e Market share

Fig.2 Market Share setor de Turismo



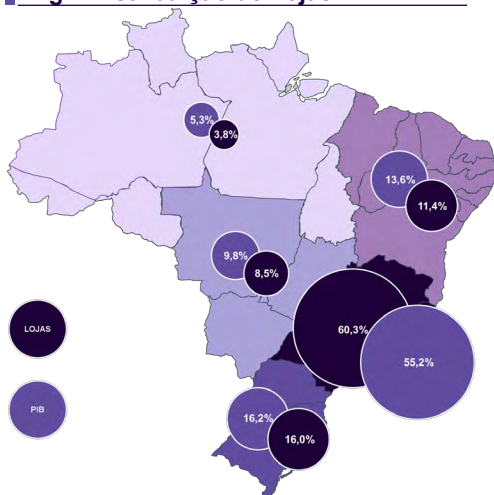
Fonte: Euromonitor

Fig.3 Reservas CVC



Fonte: CVC

Fig.4 Distribuição de Lojas CVC



Fontes: CVC e IBGE

Estamos iniciando a nossa cobertura com uma recomendação de compra com preço alvo de BRL18,60 por ação (upside de 27%). Nossa tese de investimento está baseada em: **Ganhos de margem EBITDA** decorrentes de sinergias operacionais da ordem de 3% ao longo dos próximos três anos; **Ganho de Market Share** de até 4% já em 2016; **Retomada do crescimento** em 2017 e aceleração em 2018.

Alavancagem operacional. Acreditamos que com a consolidação das duas últimas aquisições a cia gerará sinergias operacionais relevantes o suficiente para termos um incremento de 3% até 2018, fazendo com que a margem líquida aumente em torno de 10 p.p. no mesmo período.

Vantagem Competitiva Estrutural, Economias de Escala e Customer Captivity. A CVC alia duas características fundamentais para uma franquia de sucesso: customer captivity e vantagem competitiva estrutural. Ela é líder de mercado, marca top of mind e oferece uma experiência diferenciada de viagem baseada em facilidade e conforto. Soma-se a isso os ganhos de escala muito acima dos competidores, produzindo as maiores margens do setor de turismo. Por isso, a companhia possui uma vantagem competitiva difícil de se igualar, naturalmente produzindo barreiras de entrada significativas. Consequentemente, a empresa gera mais capital para investir ou distribuir lucros.

Ganho de Market Share. Segundo pesquisa de campo proprietária, 20% das agências respondentes afirmaram possuir alto risco de quebra nos próximos doze meses, sendo a grande maioria composta por agências e operadoras pequenas. Consideramos que 60% do mercado é composto por agências pequenas, estimamos que 12% de reservas confirmadas precisariam ser distribuídas entre os outros players. Em um cenário conservador, onde esta parcela seria distribuída de acordo com o Market Share dos players restantes, temos que a CVC obteria um ganho de Share de cerca de 2%, indo de 14,5% para 16,5%. Em um cenário de desconfiança por parte dos viajantes, acreditamos que a divisão das vendas poderia ocorrer entre os maiores players, fazendo com que a CVC receba até 4% de aumento no market share em nosso cenário otimista.

Retomada do crescimento. Acreditamos que, com a crise político-econômica atual, o mercado de turismo continue receoso até o fim de 2016, voltando a crescer marginalmente em 2017 e com mais força em 2018. Mesmo em um cenário mais otimista, com crescimento real de gastos com viagens em 2016, não deverá haver uma grande mudança no valores estimados, pois esperamos, neste caso, um ganho menor de Market Share.

Em um cenário hipotéticos de concorrência selvagem vemos a CVC com uma posição competitiva privilegiada. Por conseguir margens melhores e ter acesso a produtos financeiros mais sofisticados e spreads mais baixos, acreditamos que a CVC possui um colchão razoável para amortecer impactos decorrentes de uma guerra de preços.

Máquina de dinheiro. A CVC tem histórico de forte geração de caixa, característica apoiada pela sua estrutura com poucos ativos. Sendo um dos poucos LBOs viáveis do país.

Governança Corporativa

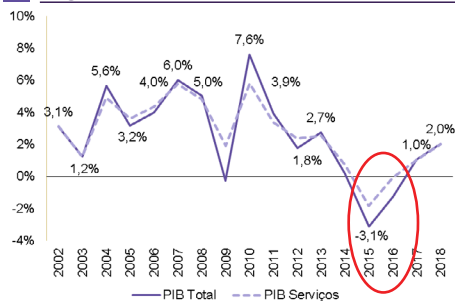
O Brasil ainda é defasado quanto aos níveis de exigência da OECD, porém a empresa se enquadra no maior grau de governança corporativa do país, o Novo Mercado. Quanto aos executivos, a liderança da empresa se mostrou experiente com uma média de 12 no setor, sendo 6 de empresa. Deve-se dar destaque a Valter Patriani, vice-presidente, que trabalha com turismo há mais de 40 anos, quase todos na CVC.

Guilherme Paulus (i) foi um dos fundadores da CVC em 1972. Reconhecido por suas estratégias inovadoras com o objetivo de proporcionar o acesso do brasileiro ao lazer preside o conselho administrativo da CVC e possui 24% desta. Em 2009, o grupo **Carlyle** (ii), que gerencia quase US\$200 bilhões em ativos, adquiriu o controle da empresa possuindo hoje 46%. É representado atualmente por 5 cadeiras no conselho administrativo. Juntos somam 70% da companhia e são vitais em decisões estratégicas. (*mais detalhes em Anexo XXVII*)

Cenário Macroeconômico e Visão Geral da Indústria

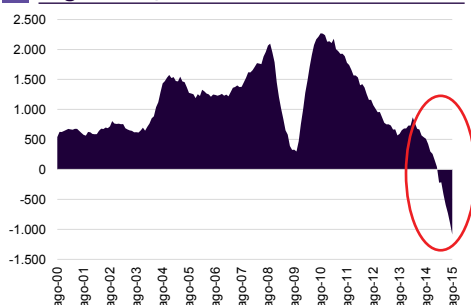
O Cenário Macroeconômico e a CVC

Fig.5 PIB e PIB de Serviços



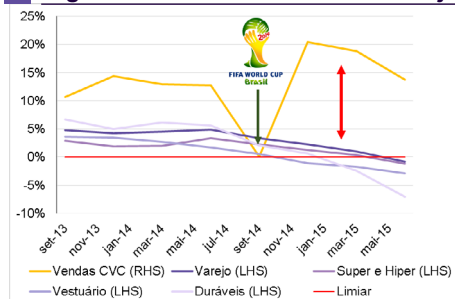
Fonte: IBGE

Fig.6 Criação de Postos de Trabalho



Fonte: MDIC

Fig.7 Volume de Vendas CVCxVarejo



Fonte: MDIC

Tab.1 Tamanho do Mercado

Contribuição total do Turismo	2014 (US\$bn)
9 Brasil	209,2
10 México	189
Média Mundial	58,3
22 Argentina	55,9
Média Americas	47,6
28 Venezuela	43,7
41 Chile	24,6
48 Peru	20,1
67 Cuba	8,2

Fonte: WTTC

Cenário desafiador. Voando por uma região turbulenta. Após período de forte crescimento econômico, o Brasil atravessa um momento de contração de acordo com a maior parte dos indicadores. O relatório focus do Banco Central já anuncia retração de 3% da economia em 2015 e 1% em 2016. O cenário também traz consigo o aumento do desemprego acompanhado pela redução de consumo em setores como varejo, super e hipermercados, vestuário e bens duráveis (Fig.7).

Contudo, o crescimento das vendas da CVC até Julho/15 descolaram da tendência do mercado de varejo se mantendo em patamares positivos enquanto que todos os outros observam retração.

A criação de novos postos de trabalho está em baixa, experimentando níveis negativos em 2015 aumentando a taxa de desemprego (Fig.6). Aliado aos altos níveis de inflação, a perspectiva nos próximos anos é de uma diminuição da renda real, em especial nas classes mais baixas (Anexo I). Consideramos taxas de desemprego por volta de 10% a 12% em 2016, que irão ter impacto no crescimento das vendas.

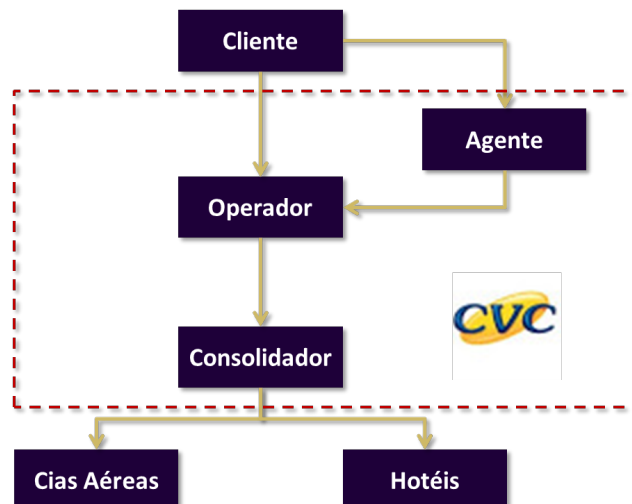
O câmbio segue em tendência de alta. Estamos considerando a projeção do Boletim Focus de fechamento do USD em BRL4,00 (2015) e BRL4,20 (2016). Ao acrescentarmos a escalada do dólar na equação, a CVC é confrontada com uma queda na demanda por viagens internacionais e crescimento de viagens domésticas que influenciam o mix da empresa, melhorando as margens.

Visão do Setor

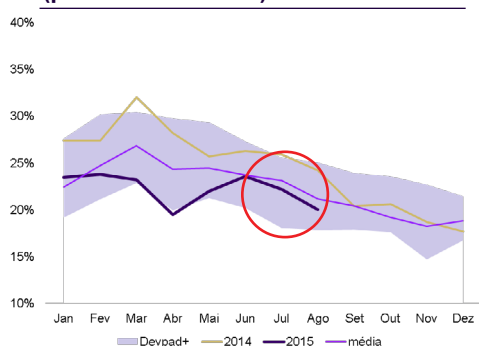
Turismo Brasileiro representativo e em crescimento. O Setor foi responsável por BRL 182,1bn (3,5% do PIB) em 2014 e em 2015 a projeção da WTCC estima um crescimento de 1,2%, para BRL 184,3bn. Se contabilizadas as contribuições indireta e induzida, o valor para 2015 é projetado em BRL492,4bn (9,6% do PIB). Em relação aos investimentos, espera-se um crescimento de 5,6% em 2015, dos atuais BRL 59,6bn em 2014. No Brasil os gastos com turismo proporcionalmente ao PIB per capita estão acima da média mundial. Além disso, países latinos com culturas semelhantes possuem gastos ainda mais elevados, evidenciando potencial de crescimento de gastos ainda maior. (Tabela 1 e Anexo I)

Dinâmica do mercado. O mercado de turismo é dividido em 3 entidades principais: Consolidadoras, empresas que possuem os contratos com os fornecedores; Operadores, certificados para montar e vender pacotes de viagem; Agências, habilitados a vender ao consumidor final os produtos oferecidos pela consolidadoras e pacotes montados pelos operadores que podem ser independentes ou franqueadas. Algumas companhias exercem mais de um papel. A CVC, por exemplo, é consolidadora, operadora e agente (Fig.8).

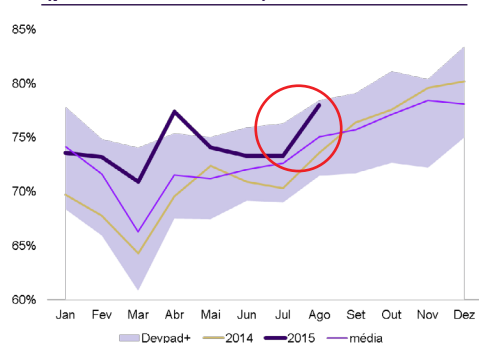
Fig. 8 O Mercado



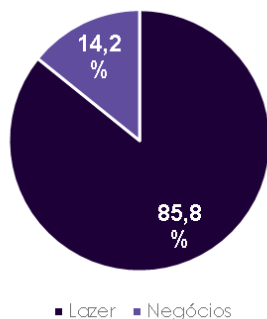
Fonte: Time

Fig.9 Intenção de Viagem Internacional (próximos 6 meses)

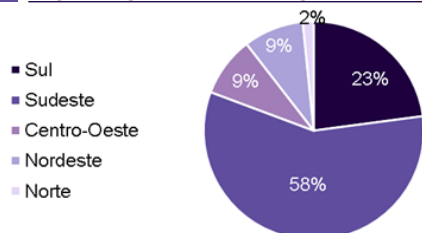
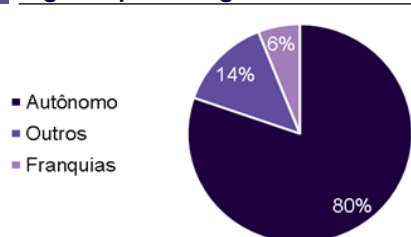
Fonte: Ministério do Turismo

Fig.10 Intenção de Viagem Nacional (próximos 6 meses)

Fonte: Ministério do Turismo

Fig.11 Lazer x Negócios

Fonte: WTTTC

Fig.12 Agências por Região**Fig.13 Tipos de Agências**

Turismo e Negócios. A demanda por passagens e hospedagens é dividida em 2 tipos distintos. Enquanto os viajantes à negócios não possuem flexibilidade de data e hora e viajam principalmente de segunda a sexta, preenchendo toda a capacidade dos primeiros e últimos vôos do dia, turistas possuem maior flexibilidade, buscam preços mais acessíveis e se concentram principalmente em períodos de férias escolares, fins de semana e feriados. Dos gastos com viagem, 85,8% correspondem aos viajantes à lazer e 14,2% aos à trabalho. (Fig.11)

Modalidades de Viagem. Há 2 caminhos para viajar. De um lado o DIY (Do It Yourself) caminho pelo qual o cliente monta uma viagem manualmente da forma que quer, porém carregando todos os riscos desta operação, como erros de sistema de reserva, perda de vôos, além de não possuir nenhuma assistência. Do outro lado estão os agentes e os pacotes de viagem. Esta linha preza por segurança, tranquilidade e conforto. O Agente usa seu conhecimento para identificar melhores preços, hospedagens mais confortáveis e adequadas e selecionar passeios e/ou transporte. Em muitos casos, como no da CVC, a viagem chega a ser totalmente assistida, há uma equipe de suporte no local e toda a responsabilidade de falhas e problemas é da empresa.

OTAs. Na linha do DIY, as OTAs(Online Travel Agencies) são mecanismos de busca altamente capazes de rastrear qualquer vôo ou quarto de hotel buscando as maiores barganhas. Esses sites possuem baixos custos de operação e conseguem altos ganhos de escala por possuírem representatividade significativa na receita da maioria dos hotéis e cias aéreas. Entre os maiores estão a Hotel Urbano, Booking.com, Decolar.com, Trivago, Expedia. Na América Latina, as OTAs correspondem por 35% do faturamento do mercado de viagens e no Brasil representam USD 11,3bn

Tendência. Assim como o varejo em geral, a tendência para o turismo é um modelo híbrido entre vendas via e-commerce e lojas físicas, alinhando a facilidade de pesquisa e compra das plataformas online com a segurança da visita à loja física. A geração que atualmente está começando a vida adulta, responsável pela nova força de trabalho, a Gen Y, possui padrões de consumo diferentes. Dependentes da tecnologia, Impacientes, conectados, conhecidos principalmente por pesquisar antes de comprar, eles optam por empresas que facilitam a busca pelo seu produto usando uma plataforma online acessível, rápida e intuitiva. (Fonte: Análise BofA)

Direito de Viajar. A ascensão da classe média foi responsável por enraizar novos padrões de consumo no brasileiro. Apesar de índices de confiança em queda e pessimismo, a intenção de viajar nos próximos 6 meses mantém-se. Além disso, há a troca de destinos dos internacionais para os nacionais, fruto da alta do dólar. Para poder viajar, as pessoas optaram por destinos domésticos. A tendência é que os gastos de turistas dentro do país, que já era dominado por brasileiros (em 2014, 94,7% do total), aumente. (Figs. 9 e 10)

Oferta. As Operadoras de viagem vivem um cenário perigoso. A quebra recente das operadoras Nascimento Turismo, que transportou 110 mil passageiros em 2014, Marsans e Designer Tours cria um momento de insegurança no consumidor, este podendo vir a perder o pacote comprado. Neste cenário, operadoras confiáveis e saudáveis financeiramente como a CVC, estão frente a uma grande oportunidade de ganho de market share ocupando o espaço vazio deixado pelas empresas que pararam de operar.

Pesquisa proprietária com Agências de Viagens

Agências de Viagem. Como um consultor especialista em viagens, elas são responsáveis por intermediar o cliente na compra de produtos e pacotes. Em **pesquisa de campo proprietária enviada pelo grupo para todas as 19 mil agências do país** da qual se obteve aproximadamente 300 respostas, identificou-se um mercado muito fragmentado(Fig.13), dominado por agências independentes que revendem pacotes de terceiros, com receita anual até BRL 200.000 (Fig.15), porém com alta profissionalização (Fig.14). Em relação aos grandes players, operadoras que possuem agências (na maioria franquizadas) ressaltam-se a CVC, TAM Viagens, Submarino Viagens, RexTour, FlyTour e Agaxtur.

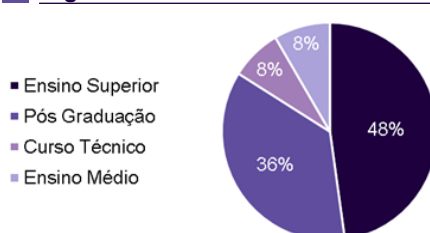
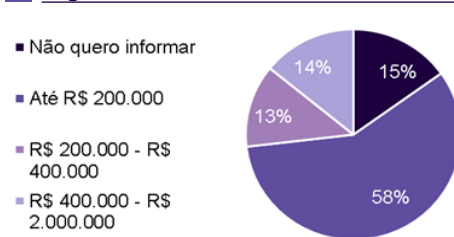
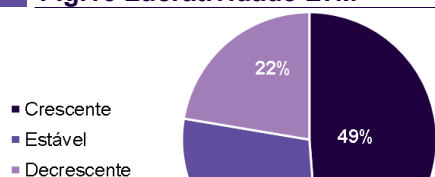
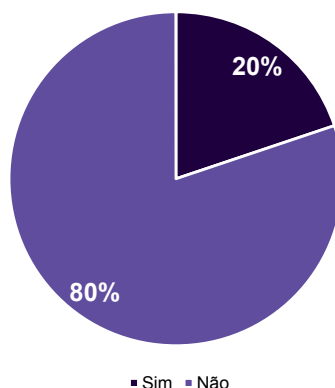
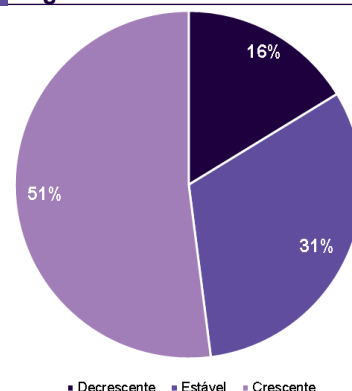
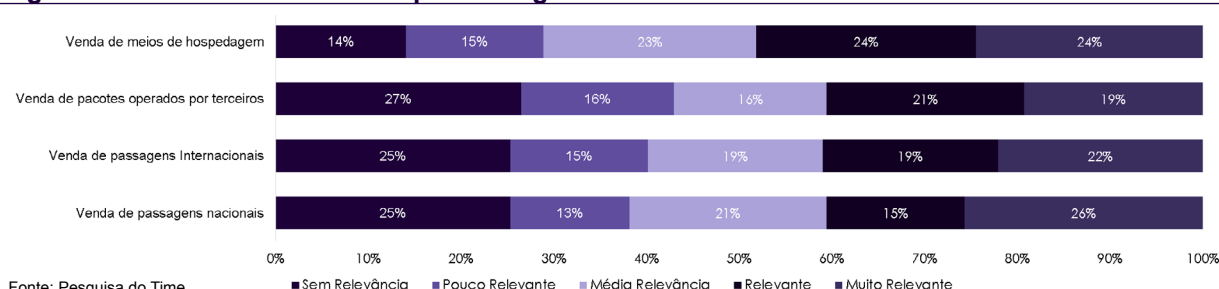
Fig.14 Escolaridade do Gestor**Fig.15 Receita Anual**

Fig.16 Lucratividade LTM

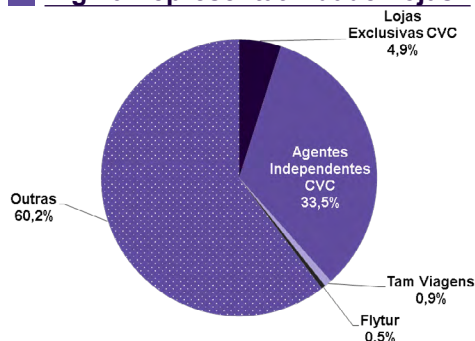
Quanto a lucratividade passada, 49% das agências entrevistadas possuem tendência crescente (Fig.16) e 51% esperam uma lucratividade futura crescente (Fig.18). As dificuldades frente ao cenário atual criam pessimismo em 24% dos entrevistados. Da totalidade 20% acredita que corre significativo risco de quebrar nos próximos 12 meses. (Fig.17)

Fig.17 Corre Risco de Falir?**Fig.18 Receita Futura****Fig.19 Relevância dos Produtos para as Agências**

Fonte: Pesquisa do Time

A Empresa e Modelo de Negócios

A Empresa

Fig.20 Representatividade Lojas

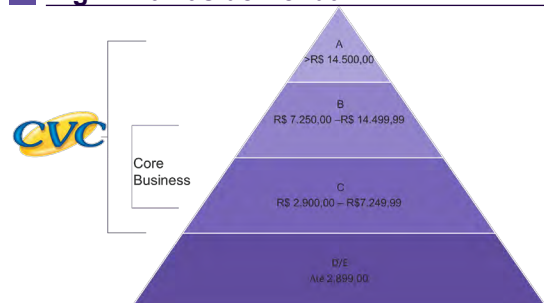
Fonte: Cadastur e Empresas

A CVC iniciou suas atividades em 1972 fundada por Guilherme Paulus com o intuito de vender viagens para famílias de baixa renda. A história da empresa se confunde com a do turismo nacional, já que ela foi responsável por fomentar o mercado interno ao tornar viagens mais acessíveis. Inovadora, foi a primeira companhia de viagens a fretar aviões e a abrir lojas em shoppings. Atualmente, com apoio da Carlyle, a CVC é a maior operadora de turismo da América Latina, marca Top of Mind e com as melhores margens do segmento de turismo.

Modelo de negócios. O diferencial da CVC é o seu poder de barganha com aéreas e, principalmente, hotéis na composição dos pacotes, sendo que estes agrupam uma série de serviços num só produto, que permite o shadow pricing e proporcionam maior comodidade ao cliente, elevando o valor percebido. Dessa forma, a empresa garante margens acima da média. O modelo de pacotes associado à venda em lojas físicas proporciona um ticket médio 54% maior que na operação online, já que o agente pode adicionar ofertas de cross-up selling à venda e proporcionar uma experiência de compra mais agradável ao cliente.

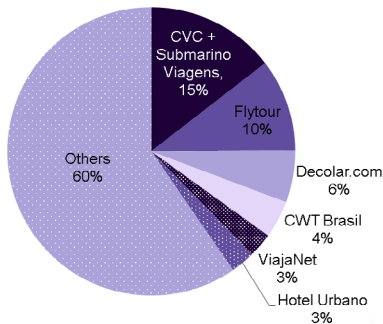
Sua plataforma com poucos ativos baseada em franquias permitiu a rápida expansão das lojas, mais de 100 por ano em média desde 2008, totalizando quase 1000 ao final desse ano (Fig.20).

Atualmente líder de mercado, a companhia entrega ROIC de 48,3% e oferece ao cliente condições de pagamento acessíveis (até 12 parcelas).

Fig.21 Faixas de Renda

Fontes: FGV e CVC

**Fig.22 Tendência de Crescimento do Consumo**

Fig.23 Market Share (Reservas 2014)

Fonte: Euromonitor

O **portfólio de produtos da CVC é amplo** e abrange serviços a qualquer classe social (Anexo VII). Contudo, o foco da companhia está nas classes emergentes, mais especificamente as classes C e B com renda familiar entre BRL 1.800,00 a BRL 8.000,00. Sobre a receita da empresa, 50% vem da classe C, 25% da B e 25% da A. As lojas da CVC estão presentes em todos estados e alinhadas ao PIB das regiões, mostrando um bom posicionamento estratégico (Anexo VIII). O Sudeste concentra 60% das lojas CVC e o Sul 16% (Anexo XI).

Qualidade de serviços superior garante customer captivity. Fazendo uma análise comparativa usando índices de satisfação do site ReclameAqui (Anexo IV) as três empresas componentes do grupo CVC (CVC, Rextur Advance e Submarino Viagens) tem notas acima de 6, enquanto o resto do mercado (Tam Viagens, Flytour, Decolar, Booking, Agaxtur) tem nota 5 ou menor. Isto, somado à expertise da companhia, **gera 42% de vendas repetidas** num período de 4 anos, constituindo sua base de clientes

Diversificação é um dos drivers para crescimento da empresa. A aquisição do Submarino Viagens e da Rextur Advance aumentam a demanda (em reservas confirmadas) da CVC em 78% e proporcionam **o aumento ainda maior no poder de barganha frente** aos fornecedores e maior representatividade online, apesar de diminuir a margem operacional devido ao **mix de produtos diferente**, voltado para passagens aéreas e corporativo. Isso resulta em um efeito positivo de 3% na margem EBITDA em 5 anos.

Mundo digital. Apesar da **presença online desde 2000** as vendas online representavam apenas 5% das reservas confirmadas da CVC em 2014. Agora, com a aquisição do Submarino Viagens essa perspectiva muda, somando 15%.

A companhia possui vantagens competitivas significativas frente suas principais concorrentes e fornecedores (hotéis), o que se traduz em maiores margens e na liderança do setor no país. A empresa continua investindo não apenas em novos produtos como intercâmbio estudantil e cartão CVC, mas também na plataforma online, na qual encontra maior competição, e em aquisições estratégicas como a da Rextur Advance e Submarino Viagens que a fortalecem no segmento de negócios e online, respectivamente. (Anexo XXV)

Fornecedores

Poder de barganha se traduz em boas margens. Pelas análises da equipe, a CVC obtém a maior parte de sua margem através do seu poder de negociação com hotéis (i), operando com mark up de 30%. Nas passagens aéreas, as margens são mais apertadas, porém a CVC adquire passagens pelos melhores valores, em comparação aos seus rivais, obtendo um mark up de 20% por gerar grande demanda para as aéreas (ii), além de gerar um fluxo cerca de 40% (53% em alta temporada) maior de passageiros que sua média aos finais de semana, quando o tráfego do segmento corporativo é menor. No mercado de cruzeiros (iii) as margens são menores, cerca de 17%, mas o volume é pouco significativo para a companhia.

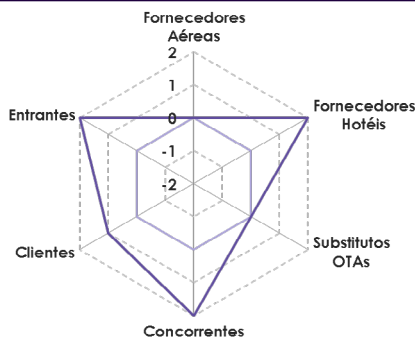
Hotéis

Setor hoteleiro, confortável para operadoras. Segundo dados da consultoria JLL, o setor possui uma forte fragmentação. **Cerca de 90% dos hotéis são independentes**, correspondendo a 68% dos quartos do país. Como as grandes cadeias hoteleiras concentram-se nos centros urbanos, podemos inferir que nos hotéis voltados para lazer essa fragmentação é mais intensa deixando-os vulneráveis a uma grande operadora como a CVC que com isso consegue tornar seus pacotes mais atrativos financeiramente e garantir maiores margens.

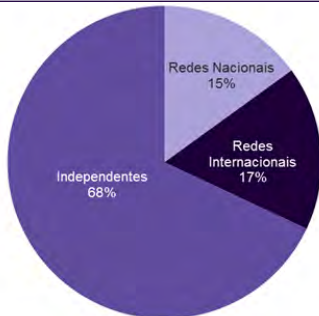
Camas sobrando, menores preços. A taxa de ocupação das unidades de hotéis urbanos, nos últimos 3 anos, permaneceu praticamente constante em insatisfatórios 65% (Fig 26), isto após um período de forte crescimento que foi interrompido em 2011 quando ocorreram ajustes nas diárias de 15,2% e 17,2% posteriormente. Em relação à diária média e RevPAR ficou clara a desaceleração nos últimos 2 anos. Em 2014, as tarifas cresceram abaixo da inflação e acreditamos **que esse movimento tenha continuidade nesse ano.** (Fig 26)

Cruzeiros

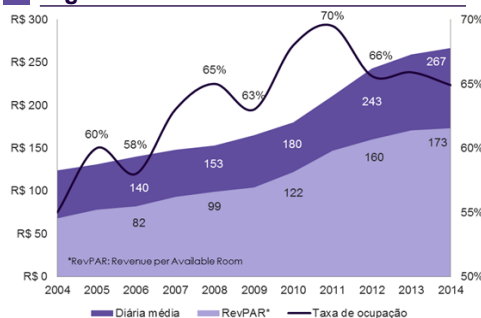
Margens ficam fora d'água. Com apenas quatro companhias em atividade no Brasil, somam dez navios com 89% de ocupação em 2014/15 de acordo com dados FGV/ABREMAR. A CVC foi responsável por um quarto dos embarques da última temporada, mas o segmento representou apenas 3% de seu faturamento. A Cruise Market Watch estima que as agências retenham 17% do valor dos bilhetes. Sendo que setor gerou BRL 90 milhões em comissões no país temporada passada.

Fig.24 Forças de Porter

Fonte: Time

Fig.25 Fragmentação Setor Hoteleiro

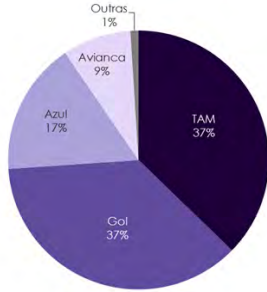
Fonte: Consultoria JLL

Fig.26 Índices Hoteleiros

Fonte: Consultoria JLL

Aéreas

Fig.27 Market share Aéreas



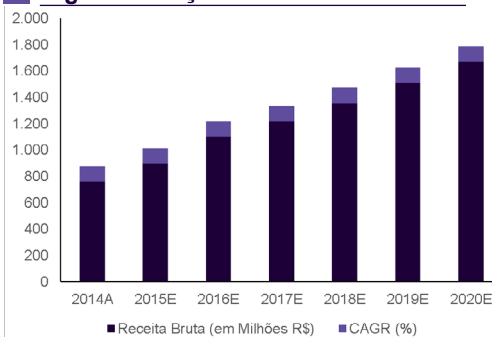
Fonte: ANAC

Amigos, amigos, margens à parte. Segundo dados da ANAC, quatro cias aéreas possuem 99% do mercado, sendo 74% TAM e GOL (Fig 27). Mesmo assim, a CVC possui relativo poder de barganha frente às aéreas, uma vez que **seus clientes garantem melhor fluxo** de passageiros para as aéreas fora dos dias de pico de tráfego. Quanto à taxa de ocupação em voos domésticos, nesse ano chegou-se a 83,4%, o maior desde 2006, início da comparação, após crescimento significativo a partir de 2008.

Menos cadeiras, maiores preços. Apesar da forte queda do preço do barril de petróleo, cerca de 40% do custo das companhias aéreas, a alta do dólar afeta os financiamentos e leasings dessas empresas. Gerando uma necessidade de aumento de preços. Somado a isto, em comparação com 2014, teve-se um aumento de 4,7% no RPK e 3,5% no ASK. **Evidenciando a diminuição da oferta** (Fig 26). Tal cenário de mercado tende a impactar negativamente as condições de negociação da CVC, já que as margens do setor são historicamente baixas e estão sendo pressionadas pelo cenário atual.

Análise Financeira

Fig.28 Evolução de Receita



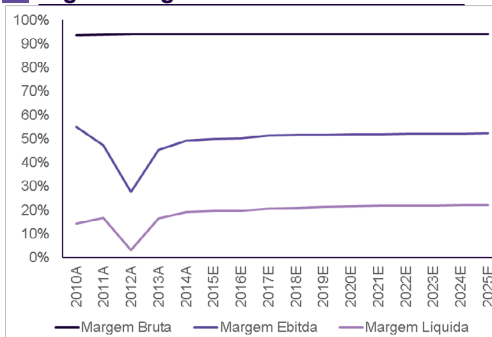
Fonte: Time

Problemas no curto prazo, soluções no longo. O cenário de retração econômica, alta da inflação e alta do desemprego entre o segundo semestre de 2014 e o segundo semestre de 2015 desenhou todas as condições para criação de problemas para a CVC. Apesar disso, a empresa encerra 2015 com indicadores de reservas de viagens positivos e duas aquisições significativas. A integração da Rextur e da Submarino Viagens promete demandar um esforço hercúleo dos gestores e colaboradores, mas com possibilidades interessantes visto suas sinergias de negociação com fornecedores, possibilidade de aumento de participação de mercado e aumento da margem de lucro.

Receitas: A onda ganha momentum. O novo cenário desenhado pelas aquisições e suas sinergias impacta o aumento da receita, que vinha com um CAGR(2010-2014) de 7,8% para um CAGR(2015-2020) projetado de 11,83% (Fig 28) como resultado do ganho do Market share.

Margens: Ilusão e Controle. A CVC, por ser essencialmente uma intermediadora de serviços, possui um modelo de negócio com alta receita e nenhum custo de mercadoria física, o que a coloca em posição interessante quanto às suas margens.

Fig.29 Margens e Estabilidade



Fonte: Time

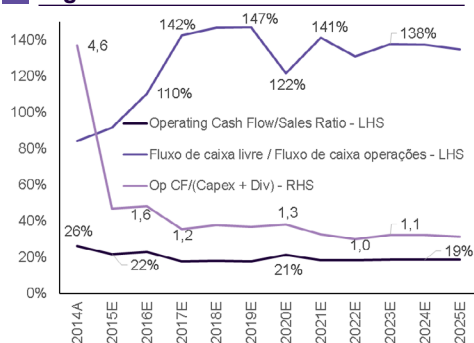
Margem Bruta: Quando tamanho é documento. Com margem bruta acima de 90% (Fig.29), a empresa demonstra sua robustez financeira no que tange à capacidade de manter altos níveis de lucratividade em relação à sua receita.

Margem EBITDA: Quando não existe competição à altura. Com histórico de margem EBITDA a 50%, o aumento projetado para 52% (Fig.29) pode não parecer muito, mas a mantém muito à frente de concorrentes como Flytour (11,9% - 2013), por exemplo.

Margem Líquida: Uma máquina eficiente. Funcionando com eficiência em um nível de 20% nos últimos anos, a margem líquida acompanha a margem EBITDA, podendo se estabilizar em 22% de acordo com a modelagem aqui defendida (Fig.29).

Lucratividade: Remuneração entre estável e alta. Com projeções até 2020 de ROE indo de 32 a 34% e de ROIC indo de 45 a 89%, fica reconhecida a capacidade da CVC de atrair e reter investidores através de retornos financeiros que se prolongam para pontos além das projeções aqui relatadas.

Fig.30 Fluxo de Caixa



Fonte: Time

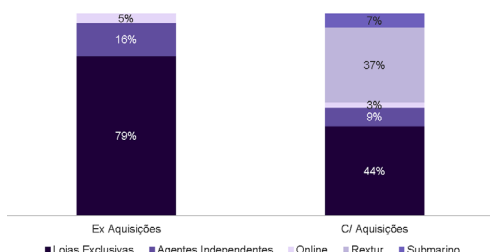
Fluxo de Caixa: Abrindo a caixa preta. Apesar do ápice da capacidade da CVC de gerar caixa a partir da receita ter sido em 2014, projeções até 2025 a estabilizam em 19% (Fig.30), mantendo sua capacidade de financiar novos projetos com grande folga – acima de 120% – entre 2017 e 2025 (Fig.30). Quando relacionada a capacidade de financiamento simultaneamente com a remuneração de acionistas, sua capacidade de geração de caixa chega perigosamente perto de não ser suficiente a partir de 2020 (Fig.30), o que fica como ponto de monitoramento contínuo para a gestão.

Estrutura de capital: Nem todos têm dívidas! Apesar do recente endividamento na ordem R\$ 278 milhões devido às recentes aquisições, a CVC não tem por hábito manter dívida ativa em sua estrutura de capital. Devido à sua intensa capacidade de gerar caixa, espera-se que ela quite essa dívida em até 2 anos.

Valuation

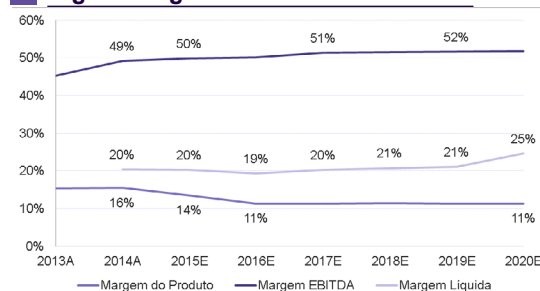
O valuation indica recomendação de compra com preço alvo de 12 meses de BRL19 por ação (30% de upside). O cerne da avaliação é um modelo de Fluxo de Caixa Descontado a partir do fluxo de caixa livre para a empresa, utilizando uma taxa de desconto de 21,8% ao ano e taxa de crescimento da perpetuidade de 6% (1,2% real). Projetamos os dados operacionais (reservas confirmadas até receita bruta) da CVC, Rextur Advance e Submarino Viagens separadamente e consolidamos os números a partir da Receita Bruta. O DCF está presente no anexo XXVIII Partimos das seguintes premissas:

Fig.31 Composição do Faturamento



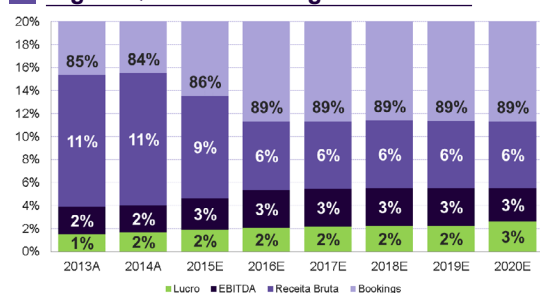
Fonte: CVC e Time

Fig.32 Margens históricas



Fonte: CVC e Time

Fig.33 Quebra das margens



Fonte: CVC e Time

Fig.34 Premissas do DCF

Premissas	
Rf	6,70%
Rm	9,84%
Rm - Rf	3,14%
CDS	4,18%
Prêmio Risco Equity	3,77%
Size Premium (Ibbotson)	2,46%
Diferencial de Inflação	4,70%
Beta	1,20
CAPM	21,8%
Taxa Cresc. Perpet.	6%

Fonte: Damodaran, Ibbotson, BACEN, Bloomberg

(i) **crescimento em reservas confirmadas** de 2,8% nominais em 2015 (queda real de 7,2%), nulo em 2016 e retomando em 2017 com aceleração até 2018.

(ii) **ganho de margem com as sinergias** geradas com a aquisição da Duotur (Rextur Advance) e Submarino Viagens, além do ganho com a alavancagem operacional da cia. Em um primeiro momento, em 2016, projetamos um aumento de 0,61% de SG&A sobre Reservas Confirmadas, e depois uma queda média de 0,02% para os anos seguintes. Esperamos que com o aumento da operação a cia passe a ter um poder de barganha maior frente aos hotéis e cias aéreas que, somados às margens menores das operações da Rextur e Submarino (por venderem principalmente passagens aéreas), resultam em uma queda estimada de 3% da margem do produto (Receita Bruta/Reservas Confirmadas Efetivas) e crescimento de 3% de margem ebitda em 5 anos.

(iii) **ganho de Market Share de 2-4%**. O cenário atual tem se mostrado bastante hostil a operadores de diversos tamanhos, ocasionando a quebra de player importantes, como a Nascimento Turismo e a Marsans. Nossa pesquisa proprietária indica que 20% das agências autônomas correm risco de quebrar nos próximos 12 meses. Neste cenário acreditamos que o cliente busque por segurança em marcas fortes e consolidadas no mercado como a CVC.

Margens melhores para uma operação integrada. Acreditamos que com a consolidação das duas últimas aquisições, Duotur e Submarino Viagens, a cia gerará sinergias operacionais e no relacionamento com fornecedores. Esperamos um ganho de 1% na margem EBITDA até 2017 maturando em 52% em 2018.

Crescimento de lojas. Embora a cia argumente que planeje abrir 100 lojas por anos nos próximos cinco anos, acreditamos que haverá uma queda nas aberturas no próximo ano (70 lojas) e uma retomada gradual a partir de 2017 e 2018, quando esperamos que a cia compense as 30 lojas não abertas em 2016 nos anos seguintes, superando a meta de 100 lojas por ano. A cia afirmou em apresentação da empresa no Banco Brasil Plural ter espaço no mercado para abrir entre 400 e 500 lojas até o final de 2019, o que corrobora a nossa projeção de aberturas de 429 lojas entre 2016 e 2019.

Crescimento das novas operações. Antes o core da empresa, representando cerca de 78% das vendas nos últimos trimestres, a representatividade das vendas de lojas exclusivas perderam o seu trono dando espaço a operações também relevantes, como a Duotur e as operações online consolidadas. Com o novo arranjo, lojas exclusivas passam a representar cerca de 47%, enquanto as novas operações Duotur e operações online, 35% e 10%.

O brasileiro quer continuar viajando, mesmo que isto signifique trocar Miami por Trancoso. Mesmo com o cenário político-econômico atual, o brasileiro continua querendo viajar, embora esteja diminuindo marginalmente o ticket médio e trocando viagens internacionais por pacotes nacionais de custo parecido. Segundo pesquisa mensal do Ministério do Turismo observamos uma variação de 5% no mix de intenção de viagens nacionais vs internacionais, o que vai de acordo com as informações fornecidas sobre mudança de mix pela própria empresa. Projetamos, portanto, um aumento nas vendas de pacotes nacionais de 5% em detrimento dos internacionais.

Gestão do fluxo de caixa, o grande desafio das operadoras. Não somente a CVC, mas todas as empresas do setor são desafiadas diariamente a gerir o fluxo de caixa de uma atividade sazonal. O setor tem grande concentração de recebíveis no segundo semestre do ano e um grande desembolso no primeiro semestre, tal cenário faz com que o caixa operacional fique negativo no primeiro e segundo trimestres de cada ano. Historicamente a CVC vinha descontando recebíveis com os bancos, isto até o fim de 2014, quando a cia passou a captar empréstimos para capital de giro, reduzindo a sua despesa financeira.

Cálculo do Ke: Utilizamos como base para nosso WACC a média geométrica do retorno das T-Bonds 10Y do governo americano (Rf) de 1965-2014 e o retorno médio geométrico da S&P500 de 1965-2014 (Rm = S&P - Rf). Multiplicamos então Rm pelo Beta do setor para obter o prêmio de risco de equity que, somado ao CDS do Brasil, ao Rf e ao diferencial de inflação obtemos um custo de capital base. Somamos a este custo um prêmio de risco devido ao tamanho da empresa calculado através da medida do Ibbotson chegando a um CAPM de 21,8%

Tab.2 Análise por Múltiplos

Peer	EV/EBITDA 2016E
Thomas Cook	3,5
TUI AG	6,2
Média	4,85x
Desconto Aplicado	-5%
EV/EBITDA 2016E	5,0925
EBITDA 2016E (BRL m)	475,22
Dívida Líquida 2016E	-17,86
Preço Alvo	18

Peer	P/E 2016e
Thomas Cook	10,5
TUI AG	15,2
Média	12,85x
Desconto Aplicado	5%
P/E 2016E	12,24605
Preço Alvo	18,32

Fonte: Time

Ganho de Market Share. Segundo pesquisa de campo proprietária, 20% das agências respondentes afirmaram possuir alto risco de quebra nos próximos doze meses, sendo a grande maioria composta por agências e operadoras pequenas. Consideramos que 60% do mercado é composto por agências pequenas, estimamos que 12% de reservas confirmadas precisariam ser distribuídas entre os outros players. Em um cenário conservador, onde esta parcela seria distribuída de acordo com o Market Share dos players restantes, temos que a CVC obterá um ganho de Share de cerca de 2%, indo de 14,5% para 16,5%. Em um cenário de desconfiança por parte dos viajantes, acreditamos que a divisão das vendas poderia ocorrer entre os maiores players, fazendo com que a CVC receba até 4% de aumento no market share em nosso cenário otimista.

Em nosso cenário base, consideramos 2% provenientes do ganho de Market Share que impactam em um aumento líquido nominal de 5,5% nas reservas confirmadas. Considerando a estimativa de inflação de cerca de 7% em 2016, teríamos uma retração real de cerca de 1,5%.

Análise por Múltiplos

Efetuamos uma avaliação por múltiplos da ação da CVC utilizando como base os peers fornecidos pela própria empresa (TUI AG e Thomas Cook) utilizando os múltiplos EV/EBITDA e P/E calculados para 2016E. (Anexo XXIV)

EV/EBITDA: BUY. Utilizamos EBITDA esperado para 2016 de 475 milhões para comparação. A CVC opera com um prêmio de 5% em relação aos seus pares resultando em um múltiplo 2016 EV/EBITDA de 5.1x e um preço alvo de BRL18,00.

P/E: BUY. A análise do múltiplo Price-to-Earnings para 2016E também nos deu uma análise positiva onde, considerando uma taxa de desconto de 5%, chegamos em um P/E 2016E de 12,24x e preço alvo final de BRL18,32, em linha com o nosso modelo de DCF.

Análise de Cenários

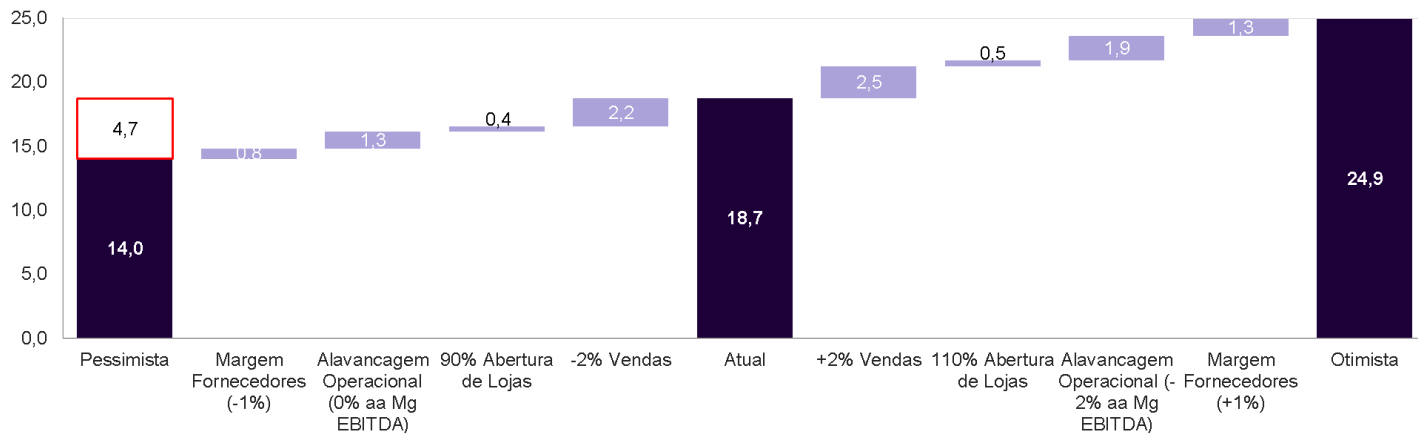
Cenário Pessimista: Neste cenário a CVC implementaria somente 90% do número de lojas planejadas. As vendas da Rextur, Submarino Viagens e Site permanecem estagnadas e a Cia não consegue capturar as sinergias estimadas para a integração das operações da Rextur e Submarino Viagens. Consideramos também que a taxa da perpetuidade cairia de 6% para 4,5%.

Para este cenário estimamos um preço alvo de BRL 14 (downside de 4%) e TIR de 19%, abaixo do custo de capital, estimado em 21,8%.

Cenário Otimista: neste cenário a CVC conseguiria implementar inteiramente a expansão planejada de lojas, abrindo algumas horas extras. Adicionalmente as vendas da Rextur, Submarino Viagens e do Site da CVC apresentariam bons resultados, crescendo acima do esperado. Para este cenário projetamos a perpetuidade crescendo a 8%.

Para este cenário esperamos um Buy ainda mais consistente, com preço alvo em BRL 24,9, gerando um upside de 70,5%.

Na Fig.35 abaixo construímos a composição e impactos no valor das variáveis que resultam nos cenários Pessimista, Base e Otimista.

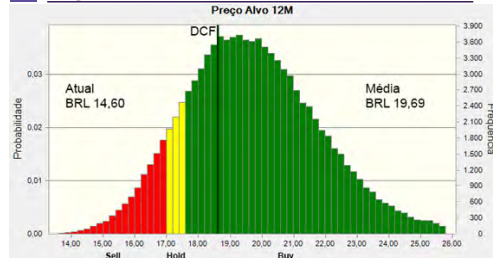
Fig.35 Impacto dos drivers no preço da ação

Fonte: Time

Tab. 3 Sensibilidade do DCF

Target 12M		Custo de Capital						
Taxa Crescimento Perpetuidade		18,8%	19,8%	20,8%	21,8%	22,8%	23,8%	24,8%
	3,0%	21,2	19,8	18,6	17,6	16,6	15,8	15,0
	4,0%	21,7	20,2	19,0	17,9	16,9	16,0	15,2
	5,0%	22,3	20,7	19,4	18,2	17,2	16,2	15,4
	6,0%	22,9	21,3	19,8	18,6	17,5	16,5	15,6
	7,0%	23,7	21,9	20,3	19,0	17,8	16,8	15,8
	8,0%	24,6	22,6	20,9	19,4	18,2	17,1	16,1
	9,0%	25,8	23,5	21,6	20,0	18,6	17,4	16,4

Fig.36 Simulação de Monte Carlo



Fonte: Time

Efetuamos uma simulação de Monte Carlo para verificar o impacto da variação das nossas premissas no preço alvo. A simulação retornou uma média de 19,69 que reforça a recomendação e está próxima suficiente do nosso preço alvo. As informações detalhadas sobre a simulação se encontram na figura ao lado e no anexo XXIV.

Riscos

Principais riscos: as ameaças que podem diminuir a acurácia de nossas projeções de maneira significativa são (i) o aumento intenso do desemprego ou a permanência de altas taxas por longos períodos; (ii) falha na captação de sinergias das novas aquisições ou (iii) falha na realização do plano de abertura de novas lojas.

Desemprego prolongado: O Brasil passa por um período de instabilidade política e de retração econômica. Se as taxas de desemprego mantiverem-se em níveis altos por um longo período os gastos com turismo, pela sua natureza discricionária, seriam fortemente afetados e, consequentemente, os resultados da CVC que por outro lado terá a oportunidade de ganho de market share por ser o maior e mais confiável player em meio a um cenário instável.

Falha na captura de sinergias: A companhia fez importantes aquisições como a Rextur Advance e B2W viagens. A primeira insere a CVC no mercado corporativo, aumentando volume e sua força com fornecedores. A segunda amplia a atuação online evitando que algum competidor se sobressaia. Será necessário acompanhar o desenvolvimento e interação desses braços do negócio para verificar se de fato as aquisições adicionaram valor aos acionistas e eficiência à operação da empresa.

Falha expansão de lojas: competidores menores (TAM viagens, Agaxtur e Flytour) estão tentando replicar o modelo de negócio CVC, oferecendo mais opções de franquias, o que pode atrapalhar sua estratégia de expansão. Segundo pesquisa da Pequenas Empresas Grandes Negócios, a Flytour (96 lojas) aparece como melhor opção de negócio para os franqueados no segmento. Vale lembrar, que a CVC conta com a credibilidade de sua marca nessas disputa.

Risco cambial: A volatilidade da moeda pode fazer com que os clientes tomem decisões mais cautelosas na escolha do destino podendo diminuir o ticket médio e, além disso, a desvalorização do real impacta negativamente as vendas de pacotes internacionais. Porém os consumidores em sua maioria vêm trocando suas viagens para destinos nacionais, onde a CVC trabalha com margens mais folgadas. Quanto a parte operacional e financeira, a companhia tem se protegido através de swaps.

Desintermediação e competidores: À medida que os consumidores adquirirem experiência nas compras de viagens online pode ocorrer um processo de desintermediação do turismo, o que favoreceria OTA's focadas em itens separados, publicidade e preços agressivos. Além disso, sua principal competidora, TAM viagens teria vantagem numa competição mais intensa de preços devido à verticalização, porém esta depende exclusivamente dos destinos e disponibilidade oferecidos pela TAM.

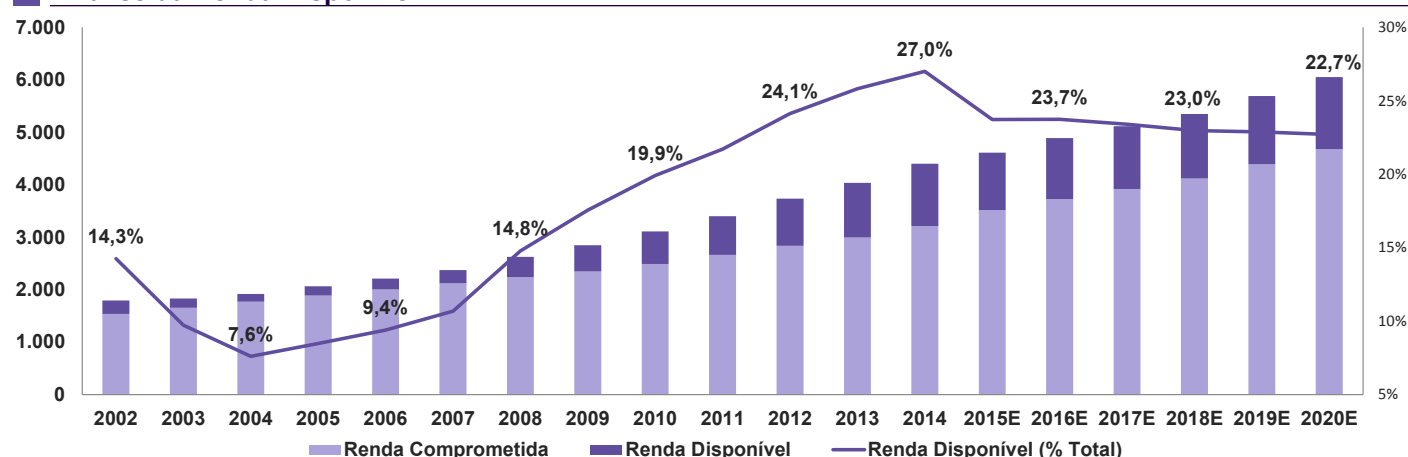
Controle de qualidade: Apesar das inúmeras vantagens do sistema de franquias e intermediação de viagens, a CVC depende do comprometimento de seus fornecedores e franquiados para garantir seu padrão de qualidade e segurança. Qualquer prejuízo causado na prestação dos serviços por terceiros afetará a imagem da companhia e poderá acarretar em implicações legais. Pensando nisso, a CVC mantém os interesses de seus franqueados alinhados aos dela por meio de metas e treinamentos, além de estabelecer padrões mínimos para a contratação de fornecedores.

Mudança na base tributária: O Ministério do Turismo esta negociando para evitar mudanças na base tributária da cobrança nas vendas de pacotes de viagens. Atualmente, os impostos incidem sobre a receita da agência, gerada pelas comissões. No novo modelo, a tributação teria como base o preço do pacote todo. Isso forçaria as agências a executarem as vendas no exterior, o que elevaria os preços dos pacotes em 33%, segundo Luiz Falco.

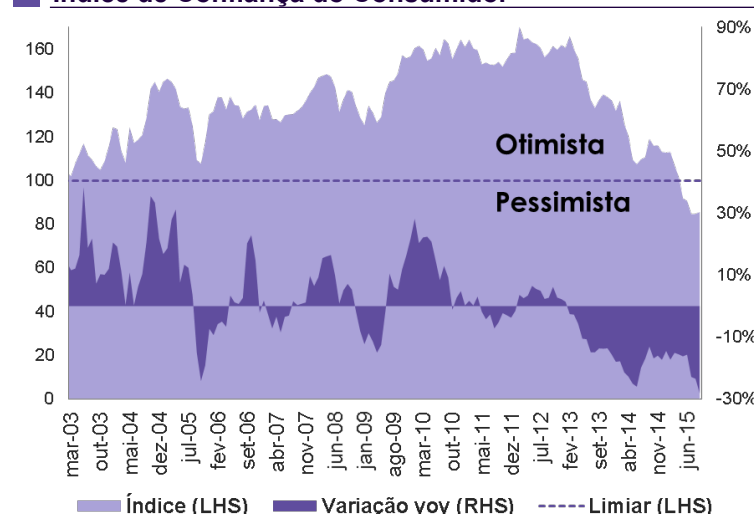
Risco Fiscal: No início de 2015 a companhia foi autuada pela Receita Federal em cerca de R\$ 128 milhões relacionados ao IRPJ e CSLL do período de 2010 a 2013 pela glosa de despesas de amortização fiscal do ágio. Segundo advogados externos, a probabilidade de sucesso em favor da CVC é de 70%, ou seja, dada como provável. Porém, ainda fica a incerteza de novas autuações semelhantes referentes a períodos posteriores.

ANEXO I - Consumidor

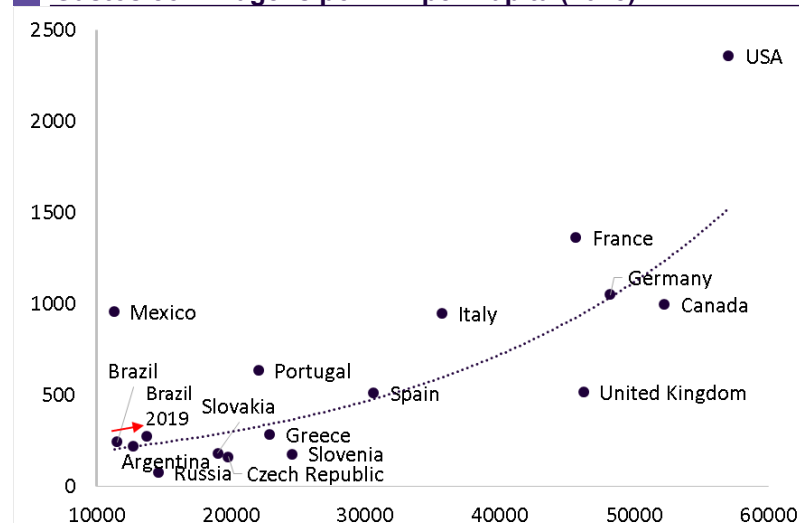
■ Análise da Renda Disponível



■ Índice de Confiança do Consumidor



■ Gastos com viagens por PIB per Capita (2015)



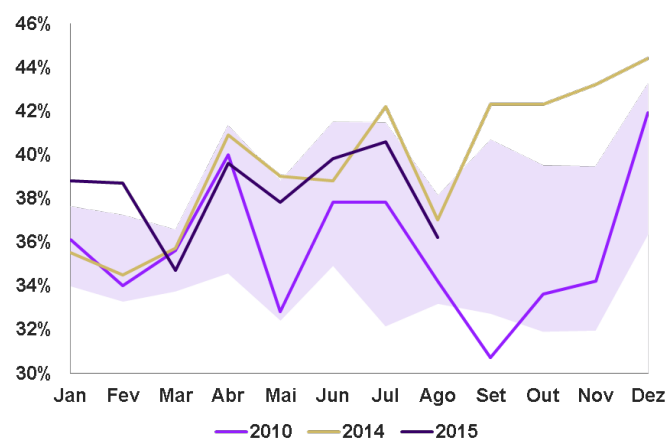
Na análise de gastos com turismo relacionada ao PIB per Capita nota-se que o brasileiro tem gastos acima da média mundial, fato positivo para a CVC.

Nota-se também que países latinos com culturas semelhantes a do brasileiro, tanto mais quanto menos desenvolvidos, possuem gastos com turismo ainda maiores. Imaginando que, dadas certas peculiaridades, as culturas possuem muitas semelhanças, pode-se supor que a tendência do Brasil é crescer os gastos com turismo bastante acima da média em relação ao crescimento do PIB per capita.

ANEXO II - Sondagem do Consumidor

Fontes: FGV, Ministério do Turismo

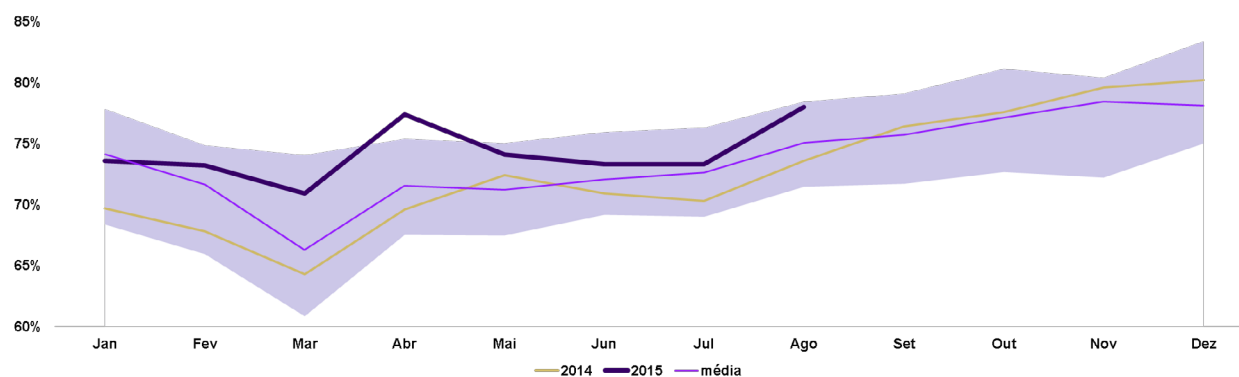
Intenção de Estadia em Casa de Amigo/Parente



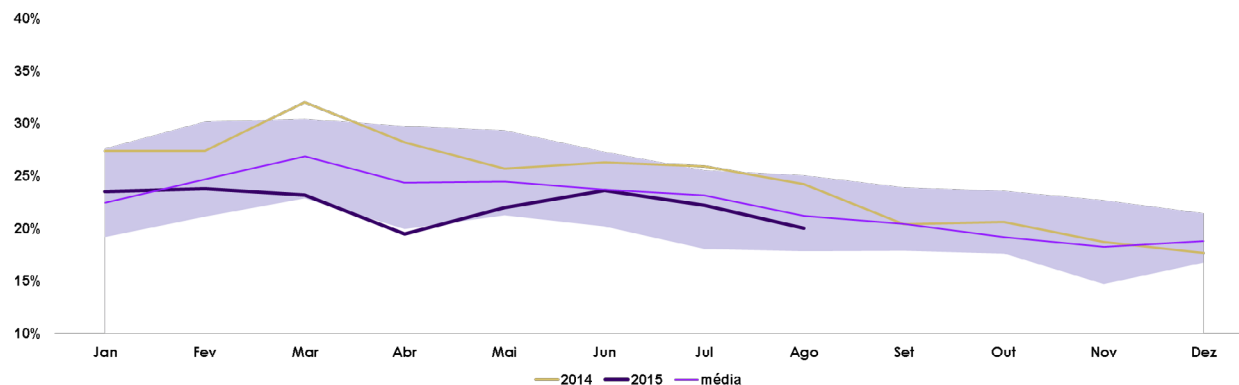
Escolha de Gastos por Classe

Classe D/E	Class C	Classe A/B
Móveis	Móveis	Viagem
Eletrônicos	Eletrônicos	Móveis
Viagem	Viagem	Eletrônicos
Celular	TV	Carros
TV	Celular	Decoração

Intenção de Viagens com Destino Nacional



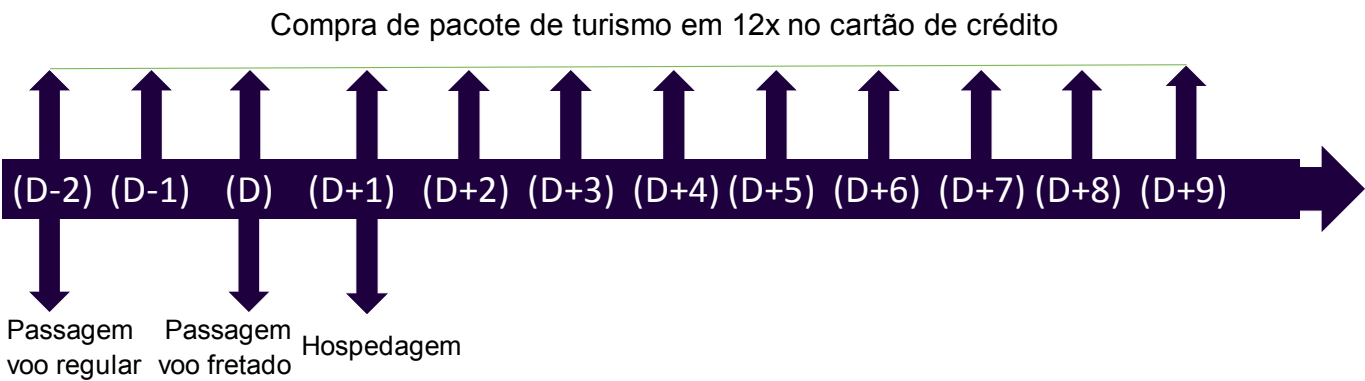
Intenção de Viagens com Destino Internacional



Obs.: Médias e desvios padrão de 2009 a Ago/2015. Intenções de viagem para os 6 meses seguintes.

ANEXO III - Poder de Barganha com Fornecedores

A CVC vende pacotes em até 12x sem juros no cartão de crédito. Os fornecedores são pagos de maneiras distintas dependendo do tipo de voo e hospedagem. Aviões fretados são pagos no dia do voo ou até meio mês após e voos regulares são pagos no dia que o passageiro fecha o pacote. Em relação aos hotéis, em alguns casos os pagamentos são adiantados, mas a maioria é paga 1 mês após a hospedagem do cliente.

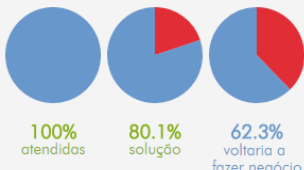
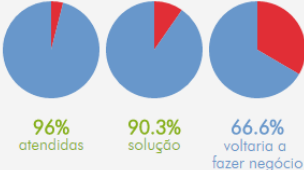
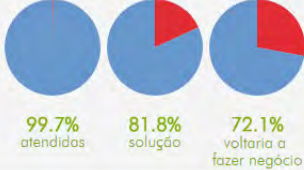
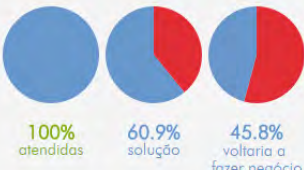
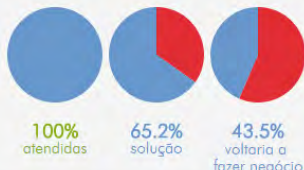
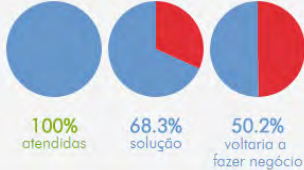


Fontes: CVC

ANEXO IV - Análise de Qualidade pelo ReclameAqui

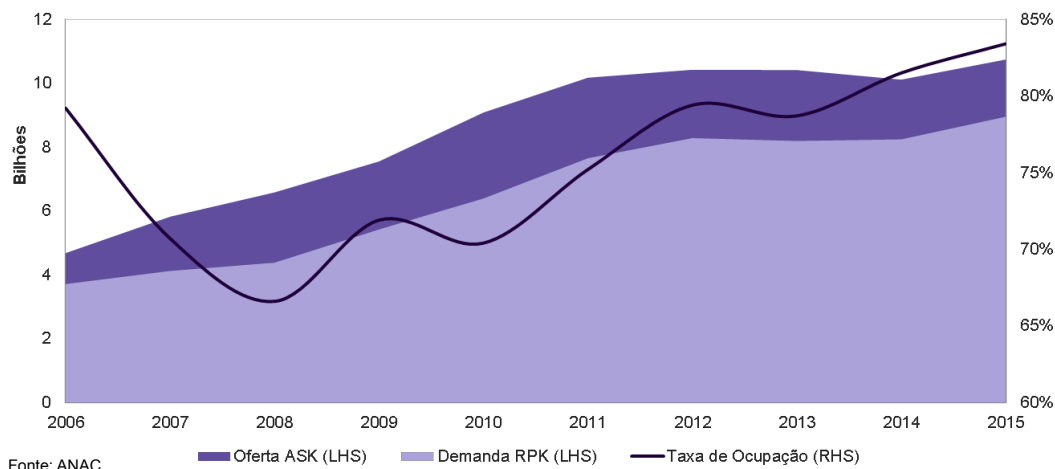
Uma breve análise comparativa das avaliações dos usuários das empresas componentes do grupo CVC (CVC, Submarino viagens e Rextur Advance) contra seus concorrentes (Operadoras e OTAs) mostra que a CVC é indiscutivelmente a empresa com os melhores serviços do mercado (melhor também que empresas aqui não incluídas como a Agaxtur).

O grupo CVC tem nota 6 ou maior, enquanto que todos os concorrentes tem nota 5 ou menor.

Empresa	Avaliação	Indicadores
Empresas CVC		
		 100% atendidas 80.1% solução 62.3% voltaria a fazer negócio
 		 96% atendidas 90.3% solução 66.6% voltaria a fazer negócio
		 99.7% atendidas 81.8% solução 72.1% voltaria a fazer negócio
		 100% atendidas 60.9% solução 45.8% voltaria a fazer negócio
		 100% atendidas 65.2% solução 43.5% voltaria a fazer negócio
		 100% atendidas 68.3% solução 50.2% voltaria a fazer negócio
		 99.8% atendidas 61.2% solução 50.4% voltaria a fazer negócio

ANEXO V - Índices do setor das Aéreas

RPK, ASK e TO

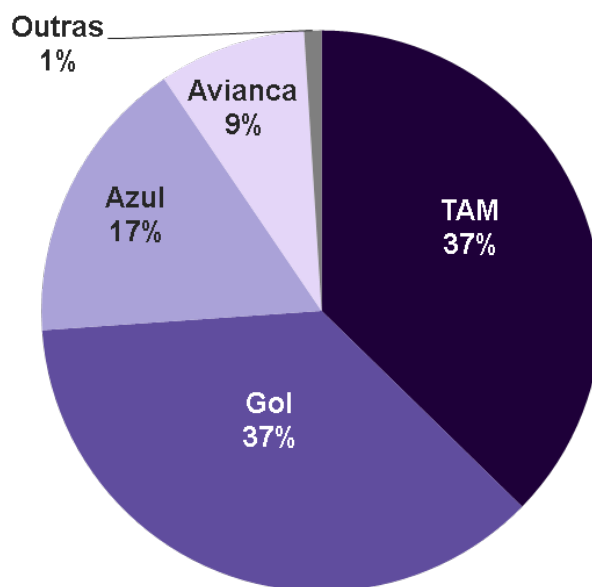


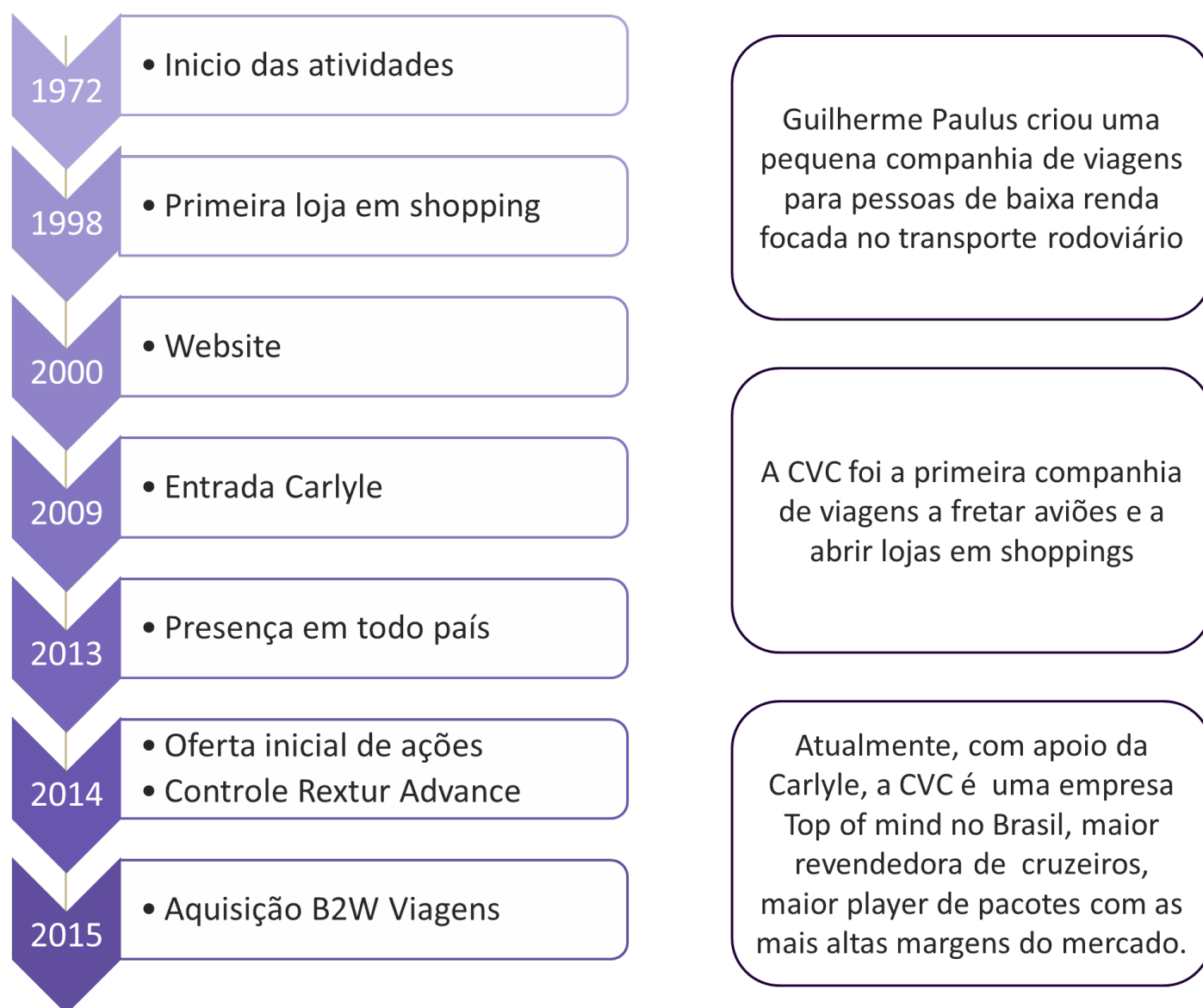
Revenue passenger kilometer (RPK) : Multiplicação do número de passageiros pagantes transportados pela quantidade de quilômetros percorridos num período. Medida de demanda.

Taxa de ocupação (TO): Divisão entre RPK e ASK. Medida de aproveitamento das aeronaves.

Available seats kilometer (ASK) : Multiplicação do número de assentos disponíveis para passageiros pela quantidade de quilômetros percorridos num período. Medida de oferta.

Marketshare setor aéreas



ANEXO VI - Histórico CVC

Fonte: CVC

ANEXO VII - Canais de Venda e Produtos Oferecidos

Canais de Venda

Franquias e lojas próprias: Maior distribuição entre as operadoras de turismo das Américas com presença em todos os estados do Brasil. As 934 lojas são padronizadas, tendo tipicamente 42m², cinco posições de atendimento e localizadas em locais com grande circulação de pessoas como em shoppings (44%). São inauguradas mais de 100 lojas em média por ano desde 2008 e estas são alinhadas com a companhia por meio de metas e treinamentos, além de um contrato com 10 anos de vigência. Para se tornar franqueado é preciso experiência prévia em turismo e os funcionários e agentes independentes são encorajados a aderirem à franquia.

Master franquias: Funcionam de maneira parecida com as franquias exclusivas, mas possuem funções de gestão comercial e administrativas numa região territorial pré-estabelecida em contrato, também de 10 anos. O Master franqueado recebe comissões maiores e é responsável pela prospecção de novas lojas de acordo com as metas do plano de expansão da companhia.

Agentes independentes: Em 2014, eram aproximadamente 6500 agentes que vendiam os produtos e serviços da CVC de maneira padronizada e com as mesmas condições flexíveis de pagamento. Eles permitem uma presença ainda mais marcante da CVC pelo território nacional e foram responsáveis por 16% das reservas da companhia.

Online: A CVC possui website desde 2000 e vem investindo nesse segmento com modernizações (novo site lançado em 2013) e, principalmente, com a aquisição do Submarino viagens, um dos players mais relevantes do mercado e detentora de uma plataforma recém-atualizada pela Accenture e Amadeus. Para que as lojas físicas não sejam prejudicadas com esse novo movimento estratégico, a loja mais próxima da localidade onde foi efetuada a compra online recebe X% de comissão, alinhando os interesses de franquiados e da companhia.

Produtos Oferecidos

Pacotes: Frente principal de negócios da CVC na intermediação de serviços turísticos. Todos os itens da viagem são vendidos em conjunto. Dessa forma, transformam-se passagens aéreas, hospedagem, translados e passeios num único produto com preço atrativo e fechado, permitindo o shadow pricing. São oferecidos mais de mil destinos sempre atualizados, através da base de dados da companhia, para se adaptarem ao comportamento dos consumidores de todo o Brasil.

Circuitos: Semelhantes aos pacotes, mas envolvem roteiros pelas atrações locais acompanhados por guias que geralmente falam português, diferencial da CVC.

Serviços de valor agregado: Gama de produtos que permitem o aumento do ticket médio. São eles: Seguro viagem em parceria com a Travel Ace Assistance; aluguel de carros (Hertz, Localiza e Avis); serviços de câmbio e venda de ingressos para parques e eventos.

Nichos: Em 2015, a CVC entrou no mercado de Intercâmbio firmando uma parceria com a EF Education First, maior provedora de educação internacional do mundo. São 4 idiomas distribuídos em 16 países. Dessa forma, a CVC também consegue oferecer serviços de passeios locais, acomodações, passagens aéreas e seguros.

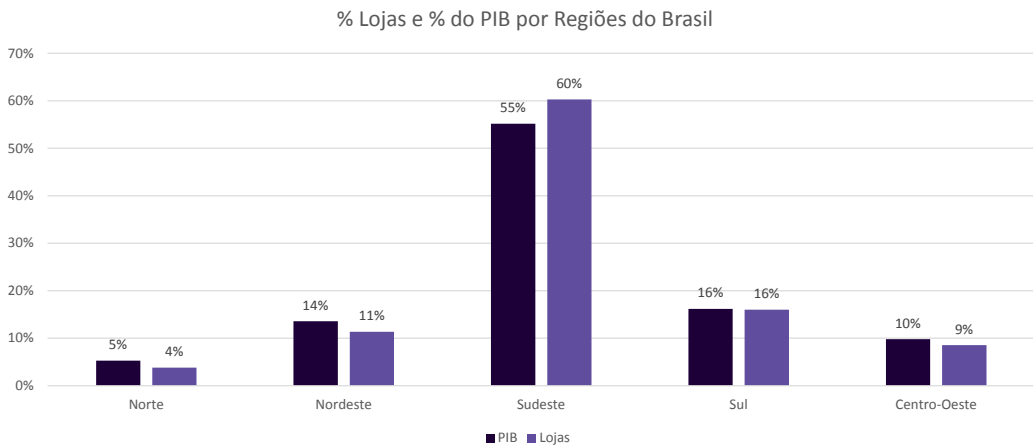
Cartão CVC: Joint venture com o Bradesco, permite diminuição dos custos da CVC com cartão de crédito e flexibiliza as formas de pagamento para até 12 vezes. Com o cartão ainda é possível participar do programa de fidelidade "Viaje!" que gera maior retorno dos clientes que atualmente é de 42% num período de quatro anos.

Presentes: Na CVC é possível fazer sua lista de casamento ou comprar um vale viagem. Sendo que este é válido para vários tipos de produtos, tem validade de 18 meses e valor mínimo de BRL 200.

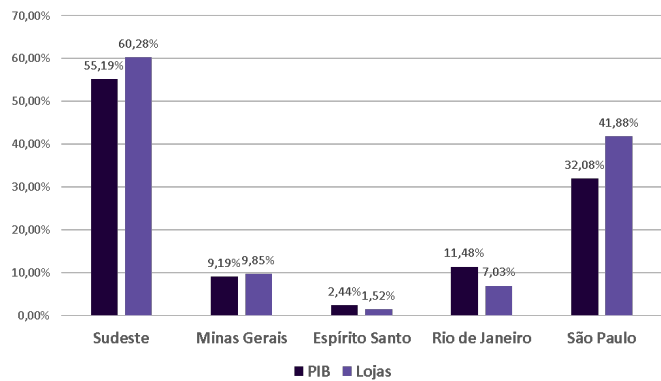
ANEXO VIII - % Lojas e % PIB por Região

Fonte: IBGE e CVC

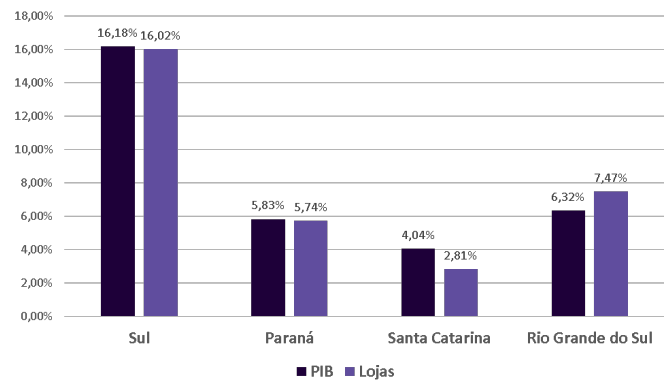
% Lojas e % do PIB por Regiões do Brasil



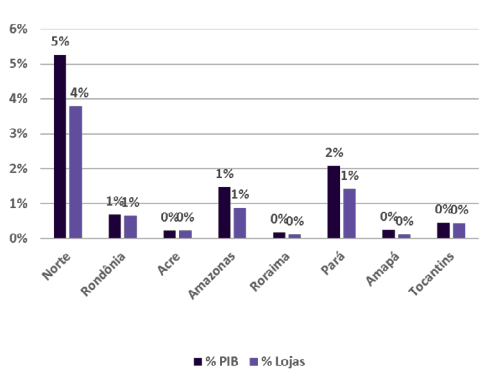
% Lojas e % do PIB no Sudeste



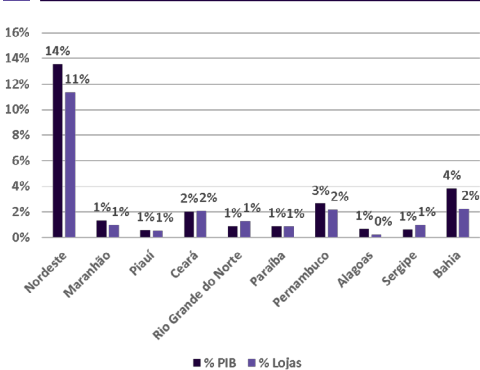
% Lojas e % do PIB no Sul



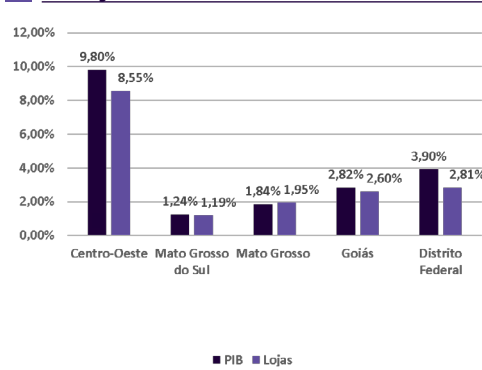
%Lojas e %PIB no Norte



%Lojas e %PIB no Nordeste

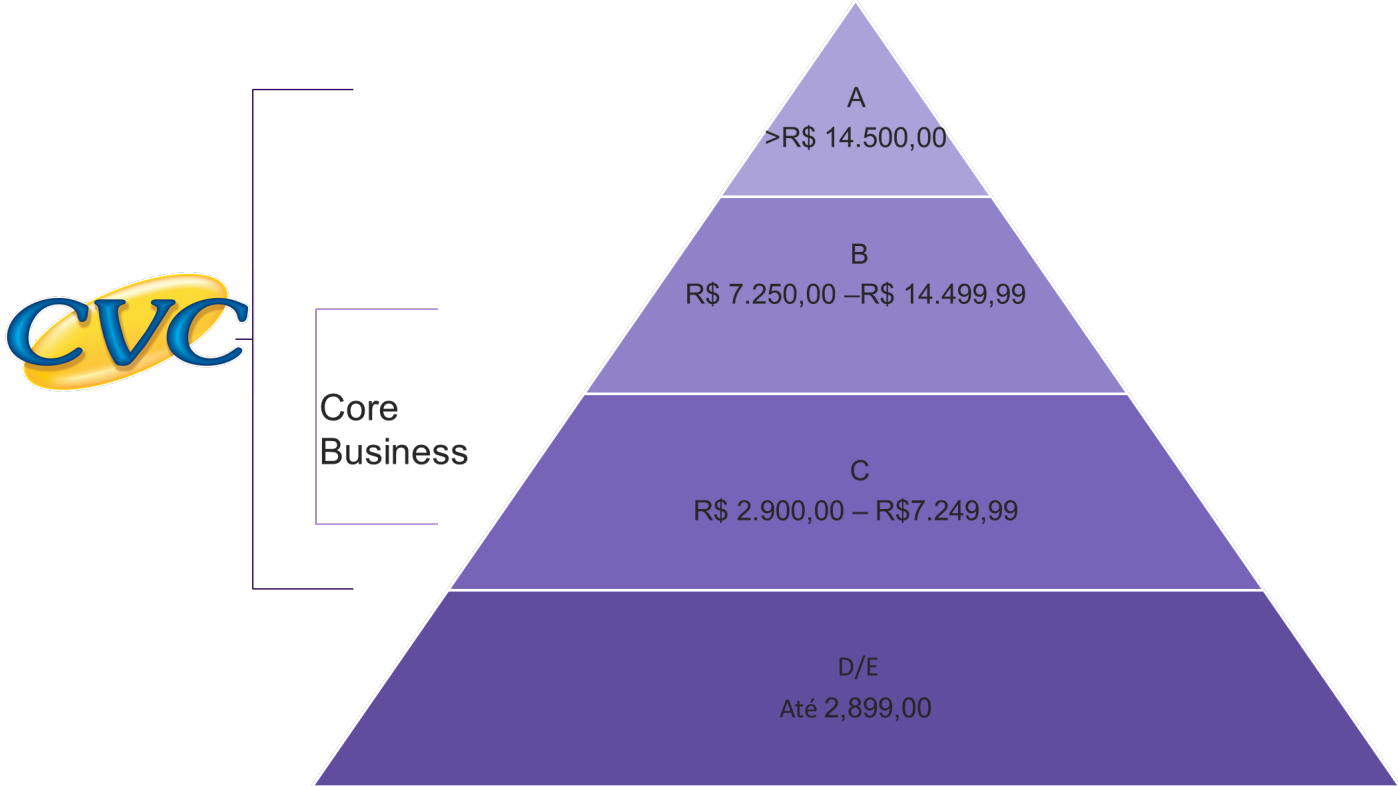


%Lojas e %PIB no Centro-Oeste



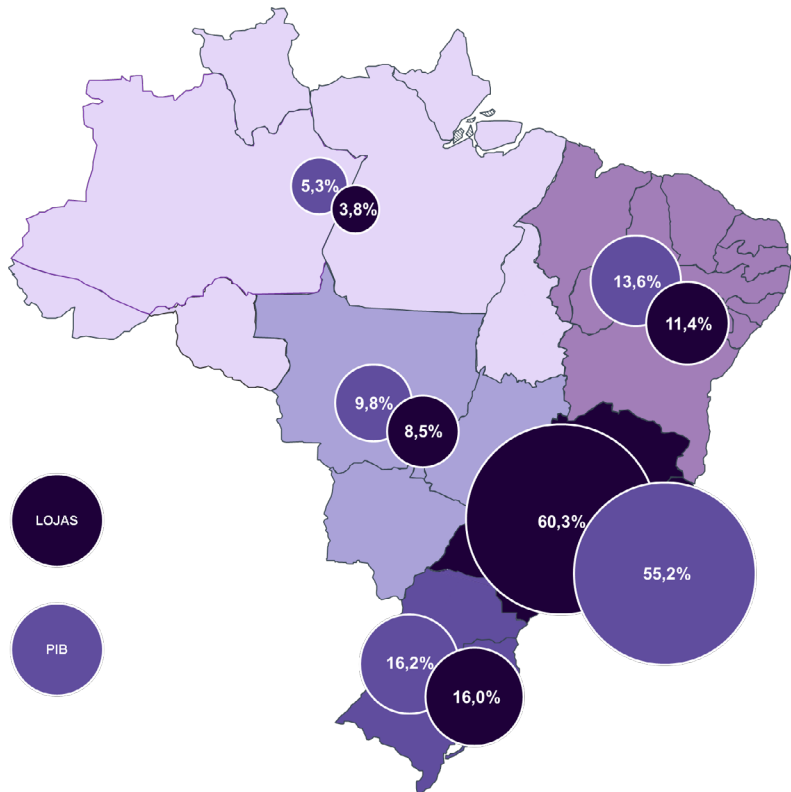
ANEXO IX - Sondagem do Consumidor

Faixas de Renda e Classificação de Classes Foco CVC



Fontes: FGV e CVC

Distribuição de Lojas CVC e PIB regiões do Brasil

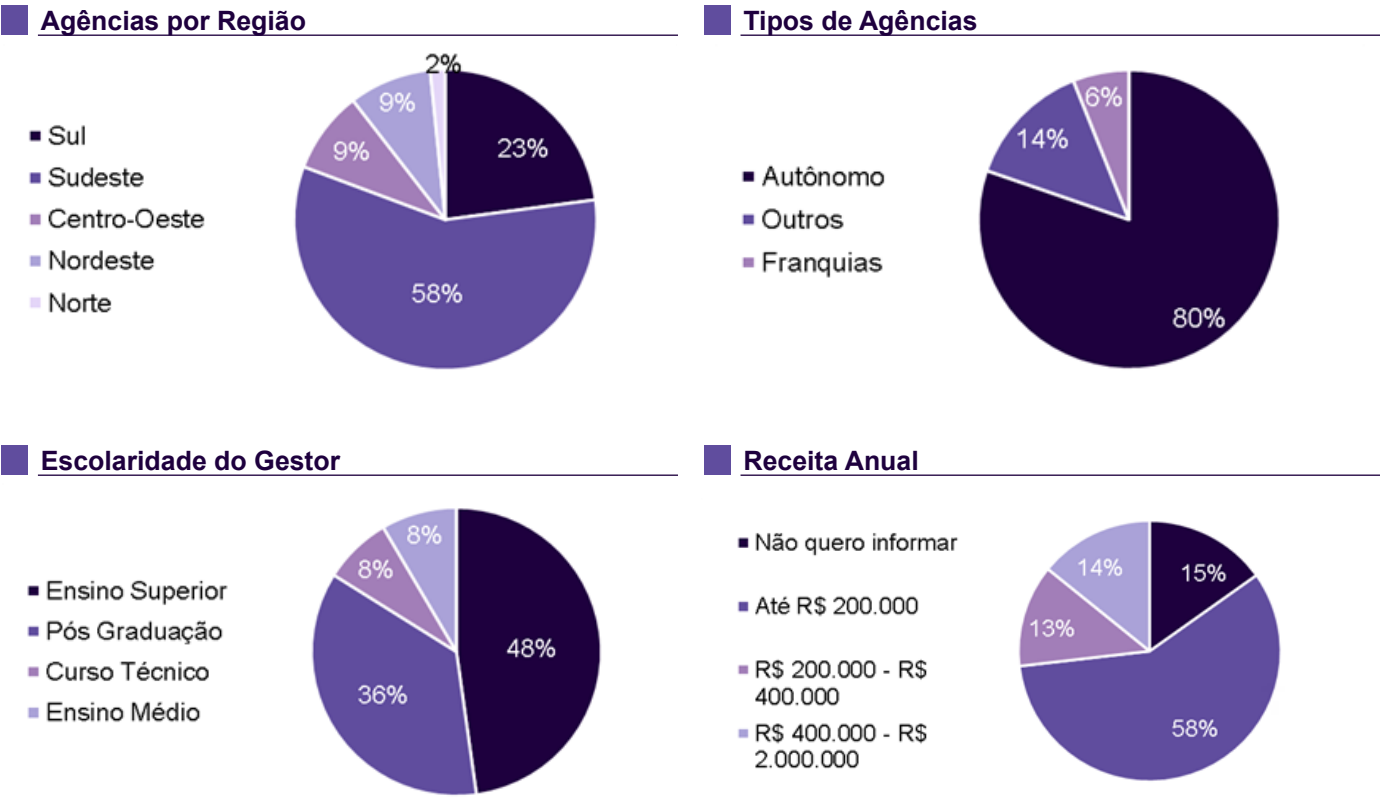


Fontes: CVC e IBGE

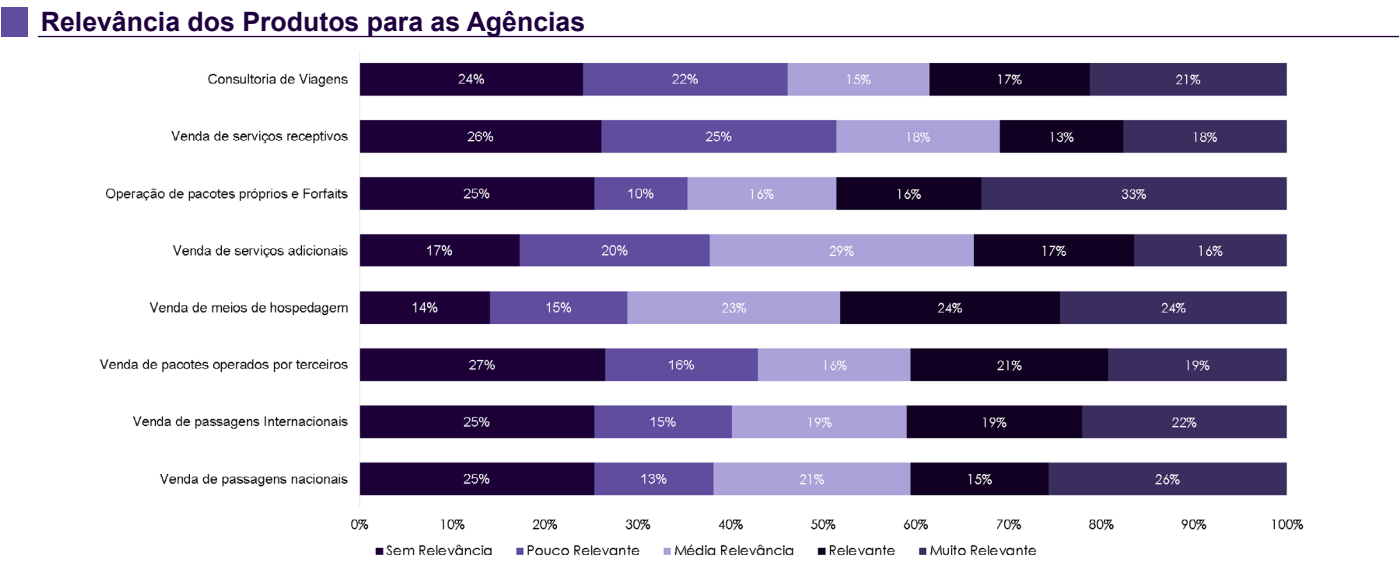
ANEXO X - Pesquisa do Time com Agências de Viagem - Overview

Afim de entender o mercado de agências de viagem atualizado, o time realizou uma pesquisa com mais de 300 agências de todo o Brasil (foram abordadas pouco mais de 19 mil agências cadastradas no Cadastur).

O Setor de agências de viagem é fragmentado, dominado por pequenas agências autônomas, com faturamento inferior a BRL 200.000,00 anualmente, concentrada no sul-sudeste, mas com alta profissionalização.



A venda de pacotes de terceiros é relevante ou muito relevante para pelo menos 40% das agências sondadas:

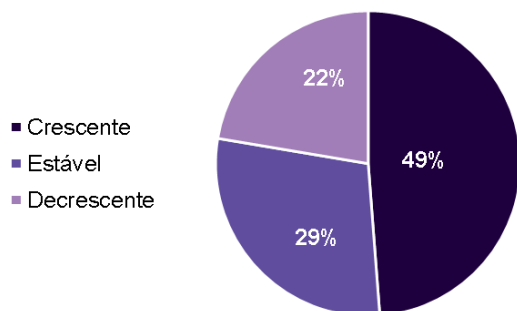


Fonte: Pesquisa Time

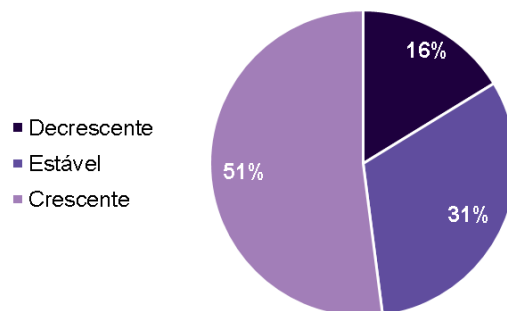
ANEXO X - Pesquisa do Time com Agências de Viagem - Rentabilidade e Conclusões

Em relação a rentabilidade passada, aproximadamente 50% das agências tiveram receitas crescentes nos últimos 12 meses. Frente à crise de 2015, a expectativa continua positiva em manter os mesmos níveis do passado, porém há uma parcela de 20% que corre o risco que quebrar nos próximos 12 meses.

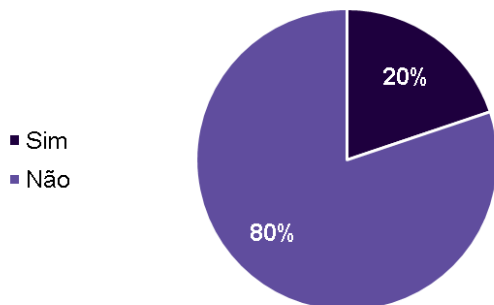
Lucratividade nos últimos 12 meses



Expectativa de Lucratividade próximos 12 meses



A agência corre risco de quebrar em 12 meses?



As Agências estão sofrendo com a crise. Sem muita diferenciação, além do cenário macroeconômico adverso, elas estão perdendo receitas para OTAs de hotéis e sites de grandes operadoras como a CVC.

As Franquias da CVC se sobressaem neste momento devido ao extenso suporte da empresa aos franqueados em relação a marketing e capital de giro, preços abaixo do mercado, consultoria e apoio presencial ao viajante.

Com a chegada das OTAs e operadoras online, as pequenas agências têm sentido na pele a diminuição de comissão e das suas margens. As cias aéreas, que já ofereciam comissões magras, passaram a oferecer pouquíssima diferenciação aos agentes, fazendo com que o cliente passe a comprar as passagens em seus sites. Outro ponto de estresse gerado pela entrada destes novos players tem sido a relação com os hotéis, que, na mesma linha da aéreas, têm reduzido as comissões pagas aos agentes.

Em geral, estas margens, perdidas pelos pequenos agentes, têm ficado, em sua maioria, com os grandes players, OTAs e grandes operadores, como é o caso da Bookings.com, Decolar.com e CVC.

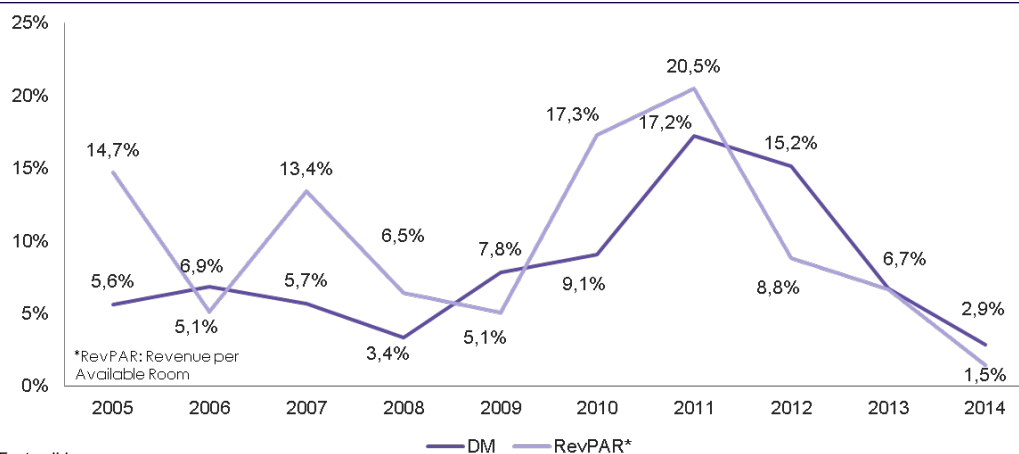
Frente a este cenário desafiador, a crise político-econômica brasileira de 2015 agrava ainda mais esta situação. O cenário macroeconômico do país não está favorável.

A diferenciação é um fator importante porém nada simples. Sem nenhuma grande vantagem em relação a preços, as agências que se sobressaem são aquelas que prestam serviços de assessoria ao viajante, proporcionando facilidades, comodidade e transmitindo know-how sobre o destino.

Dado este panorama, as franquias CVC conseguem navegar nas águas turbulentas de hoje com certa maestria. O serviço de consultor especialista em viagens, de acompanhamento e suporte no destino, os preços razoavelmente abaixo do mercado devido à grande escala da companhia e o auxílio ao franqueado com marketing e não necessidade de capital de giro permitem que as agências da CVC mantenham-se sem grandes perdas de receitas mesmo frente a esta crise. De qualquer forma, a Expansão das franquias deverá se tornar um processo mais lento para os próximos anos.

ANEXO XI - Índices do setor de Hotelaria

RevPar e Diária Média %YoY

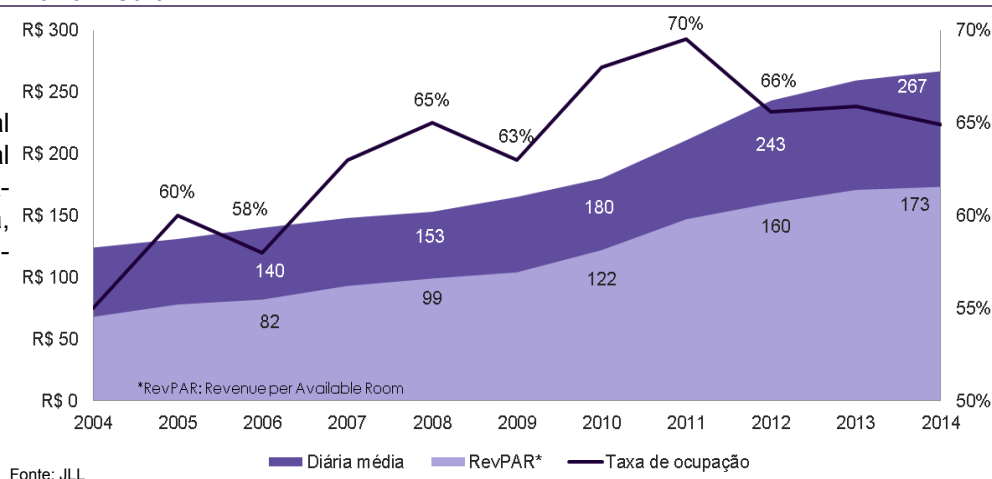


RevPAR: índice que combina a taxa de ocupação e a diária média, representado a receita de apartamentos por apartamento disponível. O RevPAR é obtido dividindo-se a receita de apartamentos pelo total de apartamentos disponíveis no ano. Pode-se obter o RevPAR também multiplicando-se diretamente a taxa de ocupação anual pela diária média.

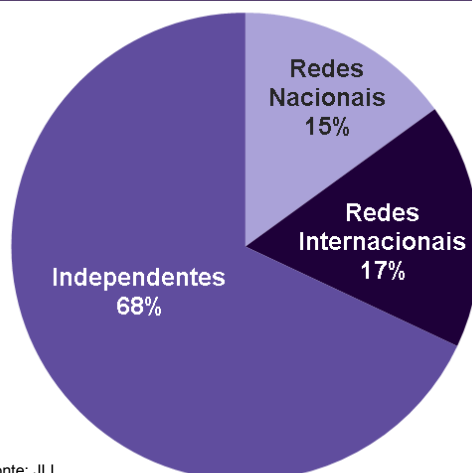
Diária média (DM): refere-se à média anual. A diária média é obtida dividindo-se a receita de apartamentos, já deduzido o café da manhã, pelo total de apartamentos ocupados no ano (excluindo cortesias e uso da casa).

Taxa de Ocupação, RevPar e Diária Média

Taxa de ocupação: média anual obtida dividindo-se o número total de apartamentos ocupados, excluindo cortesias e uso da casa, pelo número de apartamentos disponíveis no ano.



Consolidação do Setor



ANEXO XII - Membros da Diretoria e Conselho

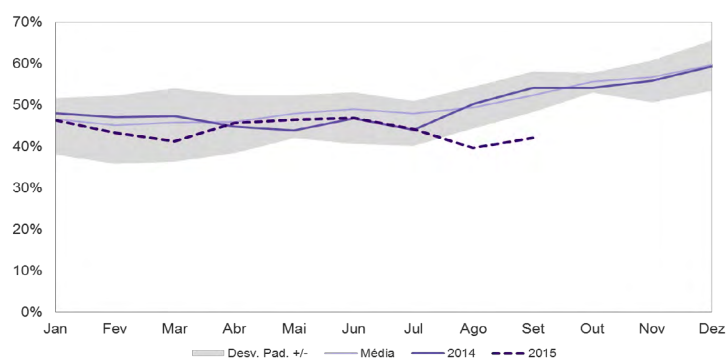
Membros diretoria		
Nome	Idade	Experiência
Luiz Eduardo Falco Pires Correa	54	Atuou por 20 anos TAM Linhas Aéreas chegando a vice-presidência. De 2006 a 2011, foi Diretor Presidente da empresa de telefonia móvel Oi sendo responsável pela criação dos negócios da companhia no segmento móvel a partir da consolidação da empresa de telefonia fixa Telemar. Desde 12 de março de 2013 trabalha como Diretor-Presidente na CVC.
Valter Patriani	57	Funcionário mais antigo da Companhia. Foi Diretor presidente da CVC entre 2007 e 2001 liderando a entrada nas linhas de negócios de viagens internacionais e de cruzeiros marítimos. Retornou à CVC em abril de 2013, como superintendente responsável pelas áreas estratégicas de Vendas, Produtos e Marketing.
Luiz Fernando Fogaça	48	Possui 28 anos de sólida experiência na área administrativo-financeira e atuação prévia como consultor financeiro e auditor externo na Artur Andersen. De 1994 a 2002 trabalhou como diretor financeiro na Panamco (The Coca-Cola Company) e de 2003 a 2010 na FEMSA, onde também exerceu o cargo de Diretor Financeiro, liderando projetos de aquisição de empresas.
Elton Flavio Silva de Oliveira	40	De 1998 a 2005 foi advogado sênior da Votorantim Celulose e Papel S/A, atual Fibria. De 2005 a 2010 foi Gerente Jurídico da Votorantim Novos Negócios Ltda. De novembro de 2010 a junho de 2011 atuou como Gerente Sênior da ERB - Energias Renováveis do Brasil S/A na qual era o responsável pelas áreas Jurídica e de Governança Corporativa.
Miguel Martins Alcantara Junior	43	Atuou na Accenture (Setembro/1990 - Fevereiro/1999 e de Junho/2001 - Julho/2002), na Net Serviços (Abril/1999 - Maio/2001 e de Fevereiro/2004 - Janeiro/2012) e no Banco Santander (Setembro/2002 - Janeiro/2004), conduzindo diversos processos de transformação e evolução de plataformas tecnológicas nessas empresas.

Membros conselho		
Nome	Idade	Experiência
Guilherme de Jesus Paulus	65	Como fundador e presidente do Conselho de Administração da CVC, atua há 41 anos na Companhia. Também preside e controla a GJP Hotéis & Resorts. Além disso, é Membro do Conselho Nacional de Turismo, ligado ao Ministério do Turismo, e Membro do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social. É conhecido por ter contribuído com a transformação do mercado de turismo brasileiro, através de estratégias inovadoras que continuam a permitir o acesso do brasileiro às viagens de lazer.
Gustavo Baptista Paulus	36	Em 1996, iniciou sua carreira na CVC Turismo e por 3 anos realizou um job rotation pela mesma, assumindo então, a posição de diretor de Marketing e Relacionamento com o Cliente. A partir de 2008, tornou-se o Presidente do Conselho de Administração Webjet Linhas Aéreas. Em 2008, tornou-se Vice-Presidente e membro do Conselho da GJP Participações.
Fernando Cezar Dantas Porfírio Borges	45	Mais de 17 anos de experiência em fundos de private equity no Brasil, participou de mais de 20 operações na região. Antes de se juntar ao Carlyle foi, de 1994 a 1999, diretor no Bozano-Simonsen Private Equity, onde era responsável por gerir o fundo de private equity da Bozano Simonsen e Advent International. Em 2000, foi Managing Director da AIG Capital Partners e CEO da AIG Capital Investments do Brasil. Atualmente é Managing Director e Chefe do grupo Carlyle South America, além de membro do Conselho de Administração da CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A. e da Scalina S.A.
Daniel Braga Sterenberg	40	MBA no MIT Sloan School of Management. De janeiro de 1998 a julho de 1999, foi analista financeiro no Banco Bozano Simonsen. Foi co-fundador da Aceleradora.Com S.A., uma venture capital em fase inicial. Entre julho de 2010 e dezembro de 2011, participou como presidente do comitê de estratégia da operação da CVC. De outubro de 2003 a fevereiro de 2008, foi Gestor de Projetos na McKinsey & Company. Desde 2008, atua no Carlyle Group, onde se tornou Vice Presidente em 2011, focado em oportunidades de aquisições na América Latina.
Sandra Horbach	54	MBA na Stanford University Graduate School of Business. Foi Sócia Geral da firma de investimento Forstmann Little. Ela atua como membro do Conselho de Administração de Marcas Dunkin' Inc., NBTY e CVC. Atualmente, é Managing Director do The Carlyle Group e está situada no escritório de Nova Iorque.
Parker Hayden	36	MBA, com honras, pela The Wharton School, onde foi bolsista Palmer. Foi analista no banco de investimentos Morgan Stanley, onde atuou principalmente em operações no setor de tecnologia. Posteriormente, tornou-se associado do Carlyle, onde atuou em aquisições nos Estados Unidos, na indústria de defesa aeroespacial e de tecnologia. Atualmente, é Vice Presidente em Nova Iorque, com foco nas oportunidades de aquisições dos EUA na indústria de consumo, varejo e educação.
Juan Carlos Felix Estupinan	42	MBA em Harvard Business School. Participou de vários empreendimentos na América do Sul no setor de Mídia. O Sr. Juan Carlos Félix foi sócio da McKinsey & Company, trabalhando como Consultor de Gestão com foco em instituições financeiras. Atualmente é Managing Director focado em oportunidades de aquisições na América do Sul.
João Vinícius Prianti	66	Diretor de Marketing (1985-1989), membro do Conselho de Administração da Unilever Americas em New Jersey, USA e presidente da Unilever Brasil (2001-2008). Desde 2008 ocupou o cargo de conselheiro independente em diversas sociedades.
Fábio Bruggioni	41	Trabalhou mais de 12 anos na Telefônica, tendo ocupado os cargos de Superintendente de Inteligência de Mercado, Diretor Comercial para Clientes Residenciais Premium, Diretor de Negócios Internet e Diretor Geral de Marketing do segmento corporativo. Antes disto, trabalhou na Creditcard como Gerente de Produto. Desde o mês de abril de 2011 é Diretor Executivo (CEO) da e.Bricks Digital.

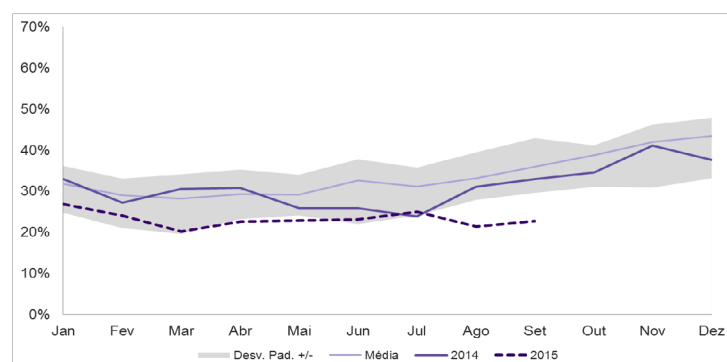
ANEXO XIII - Sondagem do Consumidor - Intenção de Viagem por Classe Social

Fonte: FGV, Ministério do Turismo

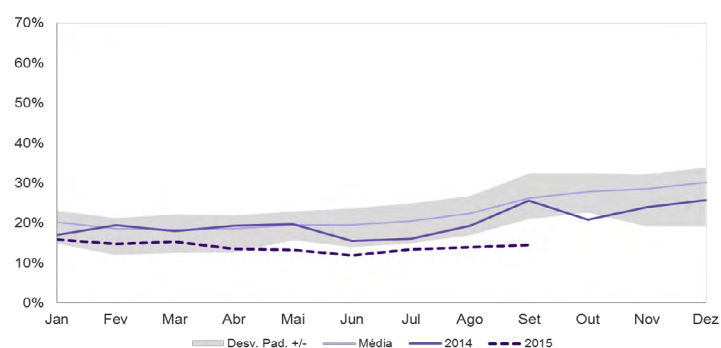
Intenção de Viagem - Classe A



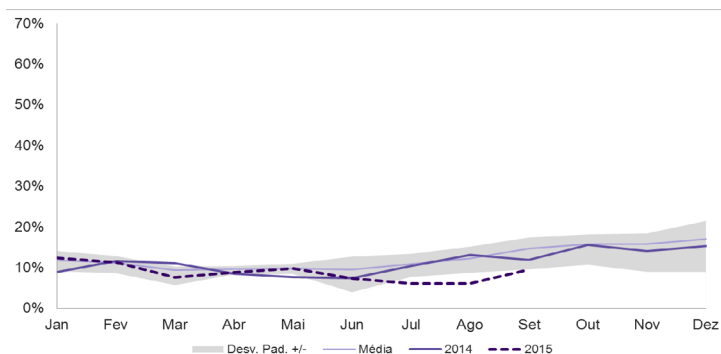
Intenção de Viagem - Classe C1/B (Foco CVC)



Intenção de Viagem - Classe C2



Intenção de Viagem - Classes D/E

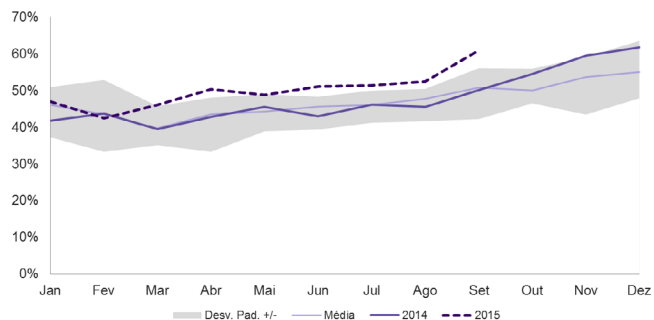


Obs.: Médias e desvios padrão de 2009 a Ago/2015. Intenções de viagem para os 6 meses seguintes.

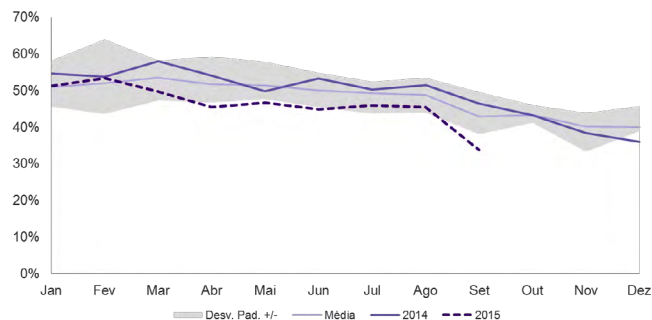
ANEXO XIV - Sondagem do Consumidor - Intenção de viagem nacional x internacional

Fontes: FGV, Ministério do Turismo

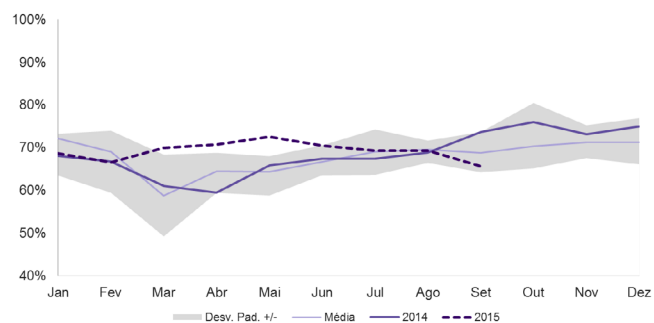
Intenção de Viagem Nacional - Classe A



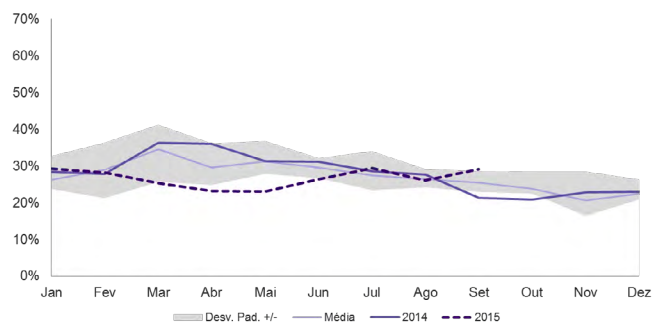
Intenção de Viagem Internacional - Classe A



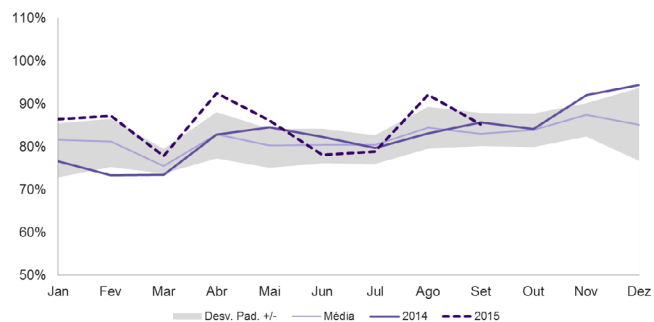
Intenção de Viagem Nacional - Classes C1&B



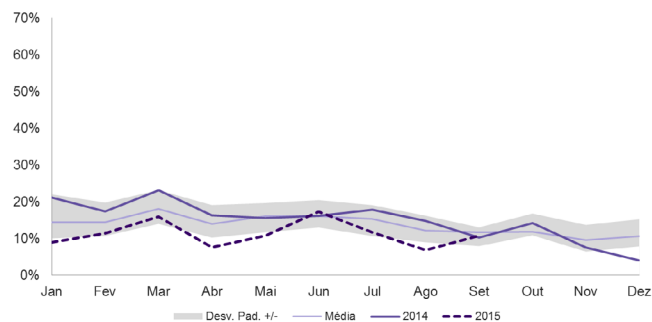
Intenção de Viagem Internacional - Classes C1&B



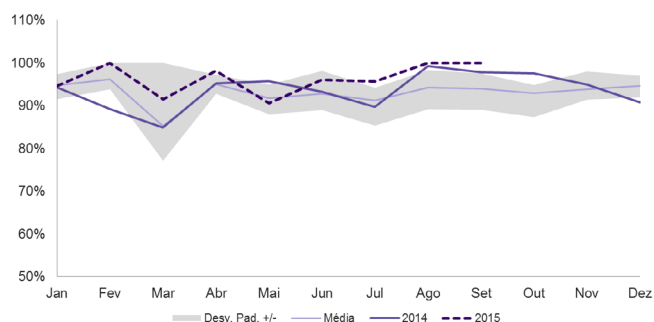
Intenção de Viagem Nacional - Classe C2



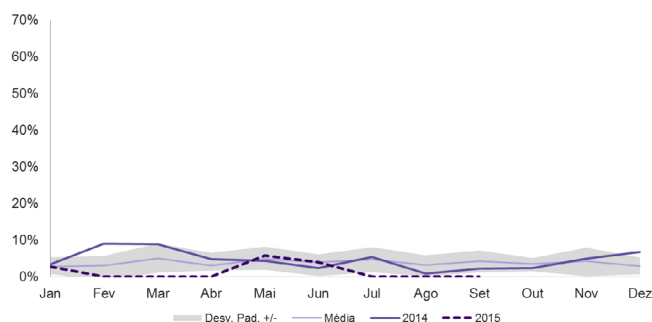
Intenção de Viagem Internacional - Classe C2



Intenção de Viagem Nacional - Classes D/E



Intenção de Viagem Internacional - Classes D/E



Obs.: Médias e desvios padrão de 2009 a Ago/2015. Intenções de viagem para os 6 meses seguintes.

ANEXO XV - Stock Options

O Board da CVC é remunerado de três formas. Através de uma parcela de salário fixo, outra de bônus e mais uma que é uma stock option determinada quando o executivo entra na companhia. Estas são divididas em TBOs (Time Based Stock Option) e PBOs (Performance Based Stock Option).

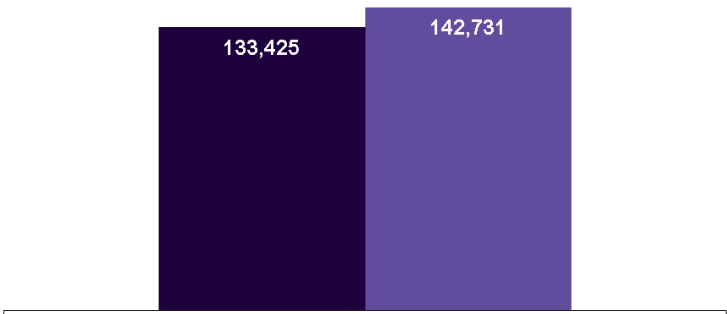
Analizando a quantidade de ações detidas pela diretoria, chegamos a um potencial de diluição de 3,4% das ações em free float. Impacto este que poderia reduzir o preço da ação em aproximadamente BRL 1,50. Levamos em consideração este risco no nosso cenário Bear.

Quantidade de Opções de Compra por Preço Médio Ponderado (em milhões)



Fontes: CVC e Time

Aumento no número total de ações caso exercidas todas as opções de compra (em milhões)



Fontes: CVC

ANEXO XVI - Franquia CVC Pg.1

A ideia por trás da franquia é estar mais presente no mercado sem a necessidade de um alto investimento. As franquias são revendedores exclusivos dos produtos da CVC com exclusividade da marca em um raio de 1km. O investimento inicial médio é de BRL 100.000,00, não há pagamento de royalties, taxas de marketing, taxa de franquia ou necessidade de capital de giro. Os pacotes são vendidos nas franquias e estas ficam com uma comissão de venda.

Características Franquia CVC

Segmento	Turismo
Próprias	35
Franqueadas	770
Total	805
Instalação	R\$150.000
Taxa de Franquia	Isento
Capital de Giro Médio	Isento
Investimento Total*	R\$150.000
Royalties de Marketing	Isento
Royalties (% Faturamento)	Isento
Comissão Pacote	0,12
Comissão Cruzeiro	0,1
Comissão Passagem	0,08
Comissão Extra Master Franquia	0,03
Comissão venda Online na Zona de Exclusividade da Franquia	0,03
Faturamento Médio	R\$ 325.000 - R\$450.000
Retorno Médio (meses)	20-30
Vendas Anuais	R\$3.000 - R\$7.500
Raio de Exclusividade	1Km
Multas de Cancelamento de Bilhete	0,5

As Comissões de venda variam de acordo com o produto. Para pacotes turísticos a CVC paga uma comissão de 12%. Para passagens aéreas 8% e cruzeiros 9,5%. Caso a franquia seja um Master Franqueado (franquia com suporte de Back-office próprio e para outras franquias) há uma comissão adicional de 3% nessas vendas. Além disso, qualquer venda Online na qual o CEP do cliente esteja dentro da área de exclusividade de uma franquia, a mesma recebe uma comissão de 3%.

A Companhia possui uma estratégia territorial e um Plano de Expansão. A empresa foca sua expansão em áreas com potencial de ganho de market share e com grande addressable market. A abertura de uma loja só acontece após um estudo que comprove que a área é interessante, ou seja, movimentada, com bancos, supermercados.

O número de franqueados vem crescendo, reduzindo a exposição da companhia à agências de viagem que não seguem o mesmo padrão de qualidade de uma franquia CVC.

Franchise Agreement	Antigo	Novo
Vigência do Contrato	Curto	10 Anos
E-commerce	Sem controle dos sites de e-commerce	CVC é o único Operador de E-commerce
Estratégia	-	Estratégia de Expansão focada e franquias
		Pagamento da porção relative ao fim do contrato e uma multa de 20%.
Quebra de contrato	Sem cláusula	A CVC tem a opção de comprar a franquia por um múltiplo do EBITDA
		Se a CVC cancelar, é obrigada a devolver gastos do franqueado

Economics de uma Franquia CVC

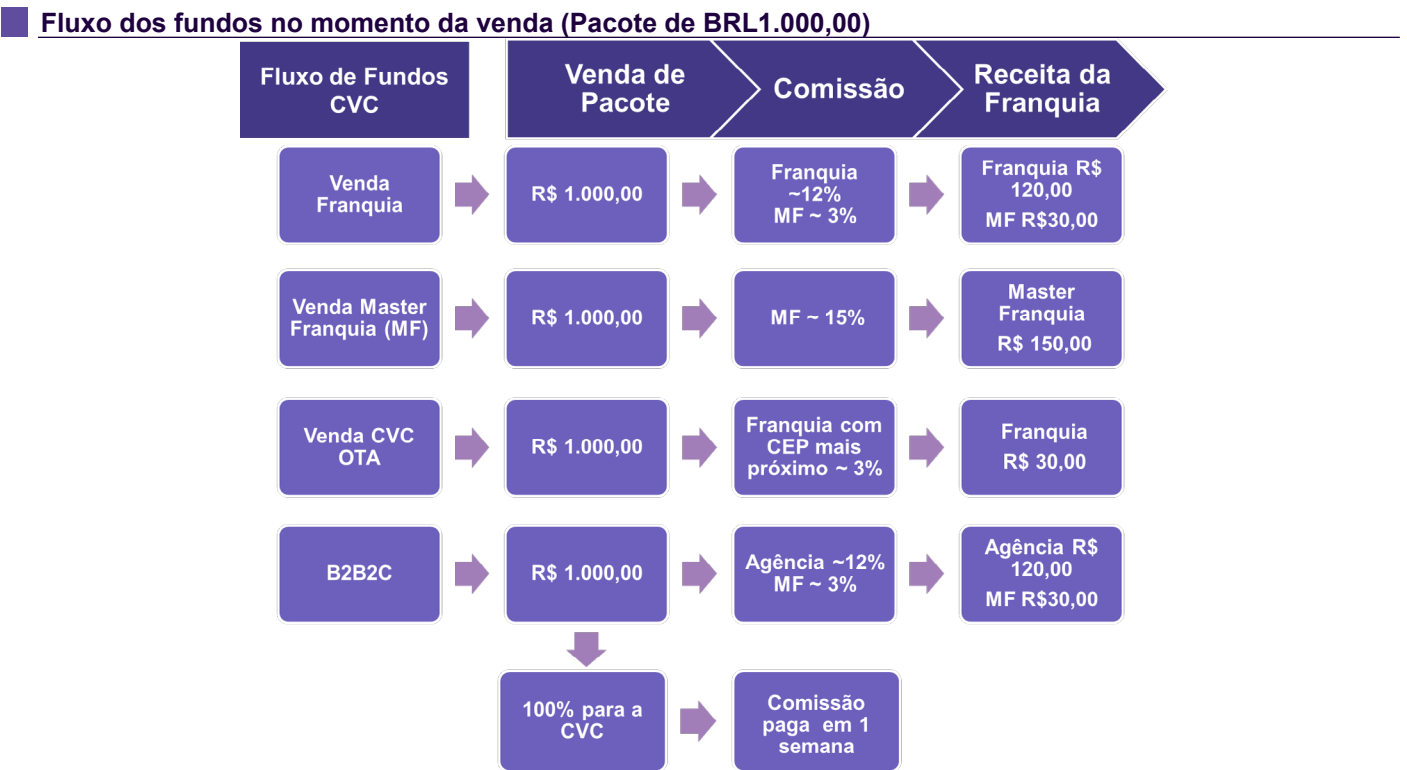
DRE	(BRL'000)	Premissas	
Reservas Totais	3.000	Custos de Venda	11%
Receita	330	SG&A/ Receita Líquida	80%
Deduções de Venda	(36)	PP&E/Receita Líquida	5%
Receita Líquidas	294	Capital Investido	115
Custos de Venda	(203)		
G&A	(29)		
EBITDA	60	ROIC Ano 1	32%
D&A	(23)	ROIC Ano 4	42%
EBIT	37		
NOPAT	37		

Fontes: CVC e Time

ANEXO XVI - Franquia CVC Pg.2

Entre os benefícios de se ter uma franquia da CVC inclui-se um baixo investimento inicial, nenhuma necessidade de capital de giro, uma variedade de produtos altíssima (Pacotes, passagens, cruzeiros, intercâmbio para um número muito grande de destinos) , ações de marketing massivas da franqueadora, marca top of mind da CVC, ausência de taxas de Royalties e franquias. Além disso, a principal vantagem competitiva está na comodidade, segurança, confiança e suporte durante a viagem que a CVC proporciona.

Por outro lado, uma desvantagem da franquia CVC muito comum em franquias de turismo é não haver grande diferencial de preço. Apesar de todos os ganhos de escala a CVC não vende produtos com preços muito menores do que a concorrência. Normalmente, seu produto é ligeiramente mais barato, mas não sempre. A CVC possui preços próximos a média do mercado. Sua vantagem competitiva para o cliente diz respeito muito mais a confiança e facilidade de comprar e viajar com a companhia. Os ganhos de escala ficam muito mais para as margens da empresa, do que para o consumidor. Quando não se é franqueado e sim uma agência comum, este pode conseguir preços semelhantes aos praticados pela CVC com empresas consolidadoras, como a Acoradouro e recebendo comissões semelhantes (em torno de 10%). Assim, o mesmo pode ofertar qualquer passagem aérea ou hotel disponíveis sem todas as obrigações que um franqueado possui.



Fonte: CVC

ANEXO XVII - Comparativo Franquias

Comparativamente, A CVC demonstra-se uma franquia interessante no setor de Turismo. Enquanto a maioria cobra Royalties, taxa de franquia e exige capital de giro entre outros investimentos altos, a CVC não exige nada disso do franqueado além de ter uma excelente política de remuneração, prazo razoável de Payback e faturamento alto.

Comparativo entre Franquias de Turismo

	CI	Experimento	IE Intercâmbio	Tourlines	TAM Viagens	CVC	FlyTour
Próprias	18	6	0	1	2	34	15
Franqueadas	70	29	36	45	189	880	101
Total	88	35	36	46	191	914	116
Instalação	R\$57.500	R\$190.000	R\$40.000	R\$20.000	R\$220.000	R\$100.000	R\$100.000
Taxa de Franquia	R\$28.000	R\$40.000	R\$20.000	R\$15.000	R\$30.000		R\$50.000
Capital de Giro Médio	R\$37.500	R\$50.000	R\$50.000	R\$35.500	R\$20.000		R\$100.000
Investimento Total*	R\$123.000	R\$280.000	R\$110.000	R\$70.500	R\$270.000	R\$100.000	R\$250.000
Royalties (R\$)	R\$-	R\$-	R\$375		R\$-		
Royalties (% Faturamento)	0	0,015		0,013	0		0,013
Comissão					~12,2%	8%-15%	~15%
Faturamento Médio Mensal	R\$300.000	R\$190.000	R\$120.000	R\$200.000		R\$375.000	R\$700.000
Retorno Médio (meses)	21	36	21	21	30	24	30

Fonte: Franquia.com.br , Pesquisa Time Abav Expo

Olhando os Economics da franquia em comparação com a Tam Viagens, Nota-se um ROIC maior, principalmente devido ao não pagamento de royalties, e ao menor capital investido

Em comparação com outras franquias fora do setor de turismo, a CVC se mostra interessante, porém não é um ponto fora da curva. Outra observação importante é que a CVC não tem presença marcante nas primeiras colocações dos rankings especializados em boas franquias ficando na média.

Comparativo entre Franquias

	CVC	O Boticário	Fisk	China In Box	Hering
Segmento	Turismo	Cosméticos	Educação	Alimentos	Vestuário
Próprias	34	186	31	7	57
Franqueadas	880	3525	863	154	583
Total	914	3711	894	161	640
Instalação	R\$100.000	R\$250.000	R\$73.000	R\$525	R\$150.000
Taxa de Franquia		R\$-	R\$-	R\$50.000	R\$50.000
Capital de Giro Médio		R\$50.000	R\$45.000	R\$60.000	R\$150.000
Investimento Total*	R\$100.000	R\$300.000	R\$118.000	R\$110.525	R\$350.000
Royalties (R\$)		R\$-			
Royalties (% Faturamento)		0%		10%	
Comissão	12%	0%			
Faturamento Médio Mensal	R\$375.000	R\$70.000	R\$35.000	R\$120.000	R\$120.000
Retorno Médio (meses)	24	27	18	36	36

Fonte: Franquia.com.br

ANEXO XVIII - Joint Venture com Bradesco

A CVC possui uma JV (Joint Venture) com a BradesCard, Empresa do Banco Bradesco. Este permite ao cliente pagar pacotes de viagem em até 12 sem juros e possui descontos em relação às anuidades de cartão de crédito tradicional. A empresa assume que alcançará uma penetração de 15%-20% do cartão em sua base de clientes. Para a CVC o cartão, além de melhorar a forma de pagamento do cliente sem acrescentar riscos a companhia, reduz o pagamento de taxas de cartão de 2,2% para 0% e será fonte de receita adicional onde 30%-40% do lucro da Joint-Venture será repassada à CVC.

Os cartões estão disponíveis em duas versões: Internacional e Gold, nas bandeiras VISA e Mastercard.

Comparativo entre cartões

	 CVC Visa Internacional	 CVC Visa Gold	 CVC Mastercard Internacional
Renda Mínima	N/A	N/A	N/A
Anuidade	12x R\$ 7,90	12x R\$ 10,90	12x R\$ 7,90
Benefícios			
Parcelamento de compras	✓	✓	✓
Parcelamento da fatura			
Saque facilitado	✓	✓	✓
Cartão Adicional gratuito			
Programa de Recompensas	✓	✓	✓
Seguro Proteção Total	✓	✓	✓
Superprotegido			
Saldo protegido			
Perda e Roubo	✓	✓	✓

Fonte: CVC e BradesCard

ANEXO XIX - Estratégia de Marketing

O Marketing é fundamental para estratégia de empresas de viagem e os valores gastos costumam ser elevados. A CVC faz pesados investimentos em marketing mas alguns fatores diferenciam a empresa dos seus concorrentes.

Por ter um modelo de franquia, suas lojas estão espalhadas por todos os cantos do país e posicionadas em regiões de grande circulação. Além disso, a empresa tem uma longa história no país e está listada como a número 1 no ranking Top of Mind.

Por estar bem posicionada e manter uma presença constante na mente do consumidor através de canais diversificados, a CVC consegue manter sua posição de destaque com gastos abaixo dos concorrentes contribuindo como barreira de entrada para novo players.

Lojas posicionadas em locais de alto movimento



Marketing Forte em Websites



Presença constante na televisão



Uso de Flyers e Brochures



Fonte: CVC

ANEXO XX - Matriz de Riscos, Probabilidades e Impactos



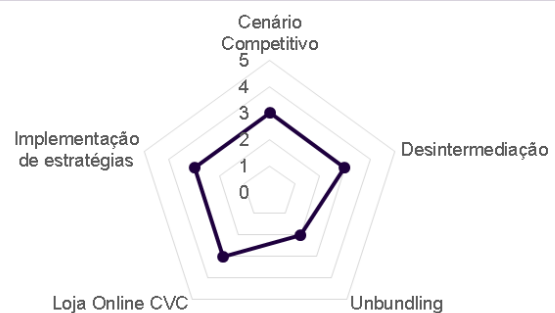
Fonte: Time

ANEXO XXI - Quebra da Análise SWOT

SWOT - Forças



SWOT - Fraquezas



SWOT - Oportunidade



SWOT - Ameaças



Detalhamento SWOT

1. Alavancagem Operacional ganhos de escala
2. Marca Top of Mind
3. Empresa Asset-light
4. Base de cliente bem definida e focada
5. Meios de pagamento mais acessíveis sem risco de calote para a companhia
6. Customer Captivity – facilidade, conforto e simplicidade inigualável
7. Cross-Up Selling – a CVC oferece cartões de crédito, aluguel de carro e seguro de viagem
8. Marketshare dominante do mercado

1. Competição com novos modelos de negócio (OTAs e compras coletivas)
2. Desintermediação na compra de viagens
3. Unbundling – Crescimento do DIY (Do It Yourself)
4. Agência Online da CVC ainda em desenvolvimento e aquém da competição

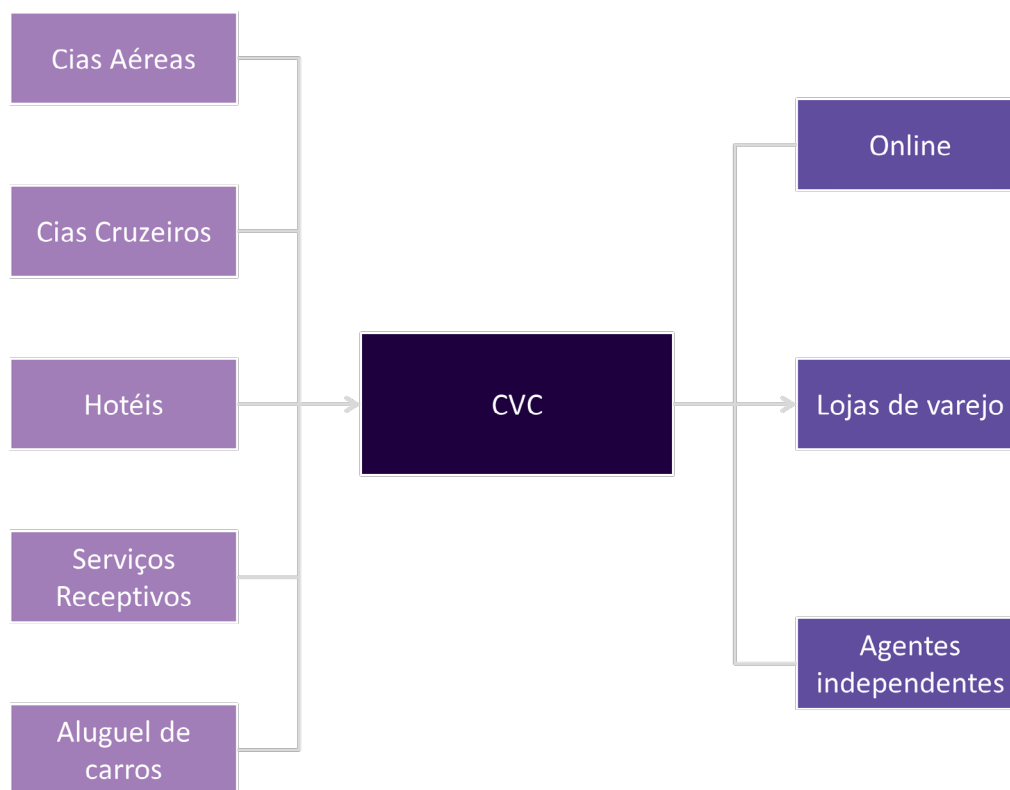
SWOT

1. Necessidade de viajar incorporada pela classe média brasileiro e sonho a ser alcançado por muitos
2. Esforços do Mtur e outros órgãos de turismo para adequar o Brasil às normas internacionais de turismo, investir em infraestrutura, capacitação e promoção dos destinos nacionais
3. Crescimento do turismo interno devido à alta do dólar

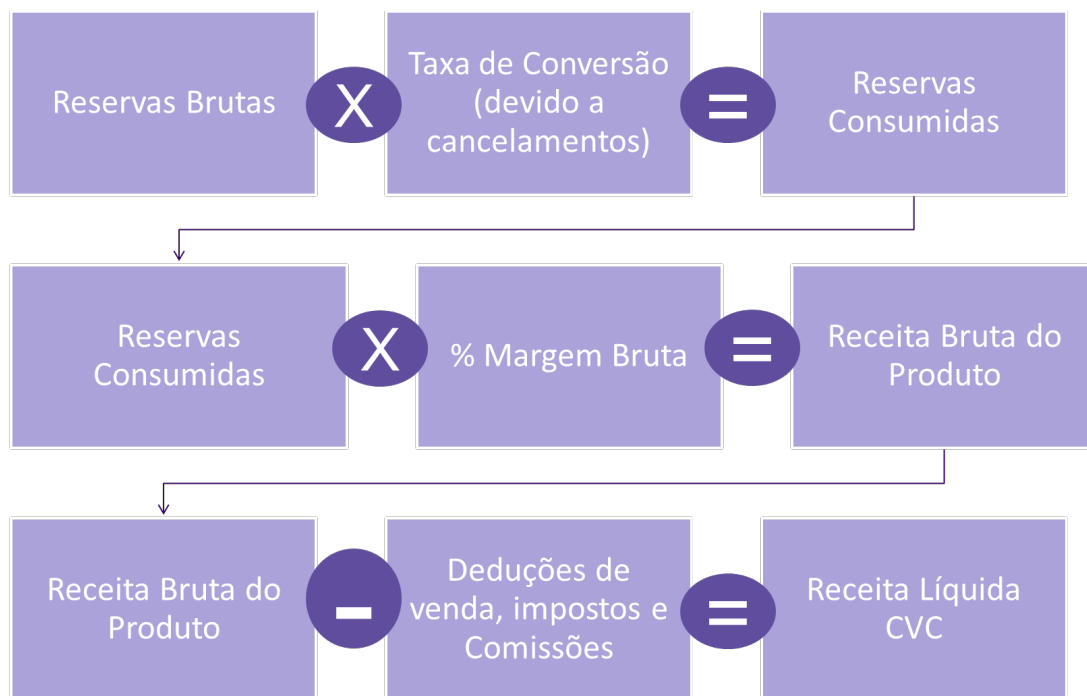
1. Competição de venda de pacotes de viagem aumentando devido a novos entrantes
2. Nova tributação ameaça as vantagens competitivas de grandes companhias que vendem pacotes
3. Crise econômica extensa com impacto no consumo de bens que não são de primeira necessidade

ANEXO XXII - Partes do mercado de Turismo no Brasil**O Mercado****A CVC**

Fonte: CVC

Dinâmica CVC

Fonte: CVC

ANEXO XXIII - Cálculo da Receita Líquida

Fonte: CVC

ANEXO XXIV - Monte Carlo

Para aprimorar nossa análise de risco, fizemos um estudo de impacto na alteração de variáveis-chave da CVC de forma que o preço por ação calculado pelo modelo financeiro tivesse suporte probabilístico baseado em simulações estatísticas. Para tal efeito, identificamos as variáveis com maior sensibilidade em relação ao Preço Por Ação da empresa e rodamos 100.000 simulações com elas para verificar a solidez da posição em relação às conclusões apresentadas no relatório.

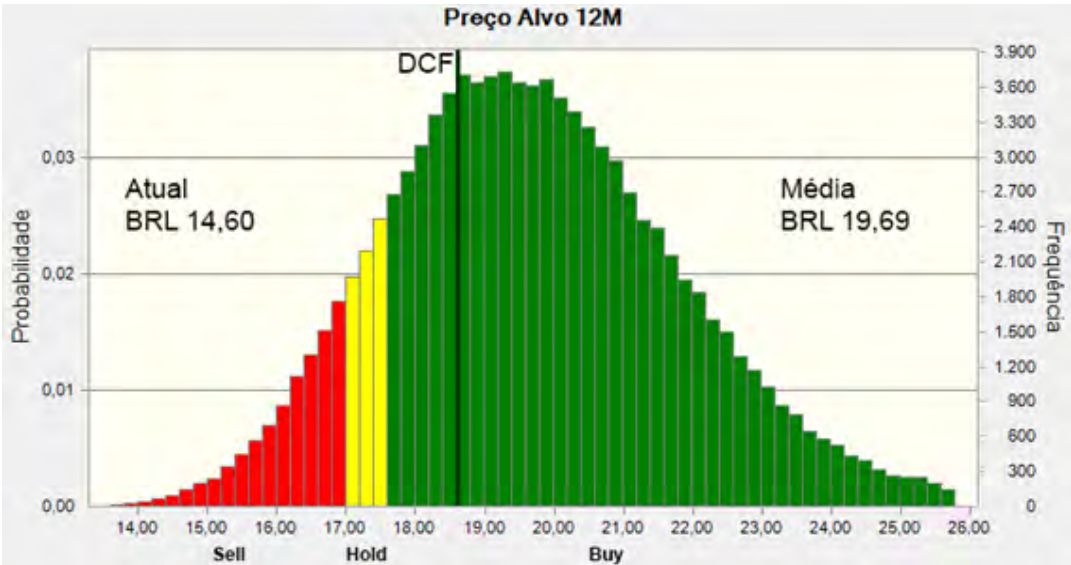
Variáveis identificadas:

Risco	Variável	Distribuição
Aumento de receita	Percentual de vendas	Normal
Aumento de lojas	Abertura de lojas	Normal
Perpetuidade	Perpetuidade	Normal
Parcela de Mercado	Captura Market Share	Normal

As simulações rodadas geraram um conjunto estatístico de informações cujos principais resultados são os listados abaixo.

Avaliações	100.000
Caso Base	19,6
Média	19,69
Mediana	19,6
Variância	4,7
Mínimo	12,6
Máximo	31,9

Como pode ser percebido, o preço da ação da CVC praticado no mercado está localizado próximo ao limite inferior simulado pelo Monte Carlo. Também pode ser notado que tanto a média quanto a mediana se encontram bem próximos do valor de preço por ação defendido pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado calculado primariamente. Essas informações deixam claro que a confiabilidade do modelo é alta e denotam uma forte orientação de compra, considerando o valor das ações para o prazo de um ano.



Fonte: Time

ANEXO XXV - Forças de Porter

Poder de barganha com fornecedores: O setor hoteleiro, principalmente no segmento de lazer, é composto por hotéis independentes que não suportam um time de vendas, sendo a CVC essencial para a sua ocupação. Soma-se isso ao volume de reservas da companhia e temos uma grande capacidade de negociação com estes fornecedores.

Já contra companhias aéreas, a disputa é de igual pra igual, pois o setor é dividido entre 4 empresas sendo que TAM e GOL possuem 74% do mercado. Apesar da concentração, a CVC é uma importante via de demanda e oferece passageiros em dias de menor tráfego aéreo.

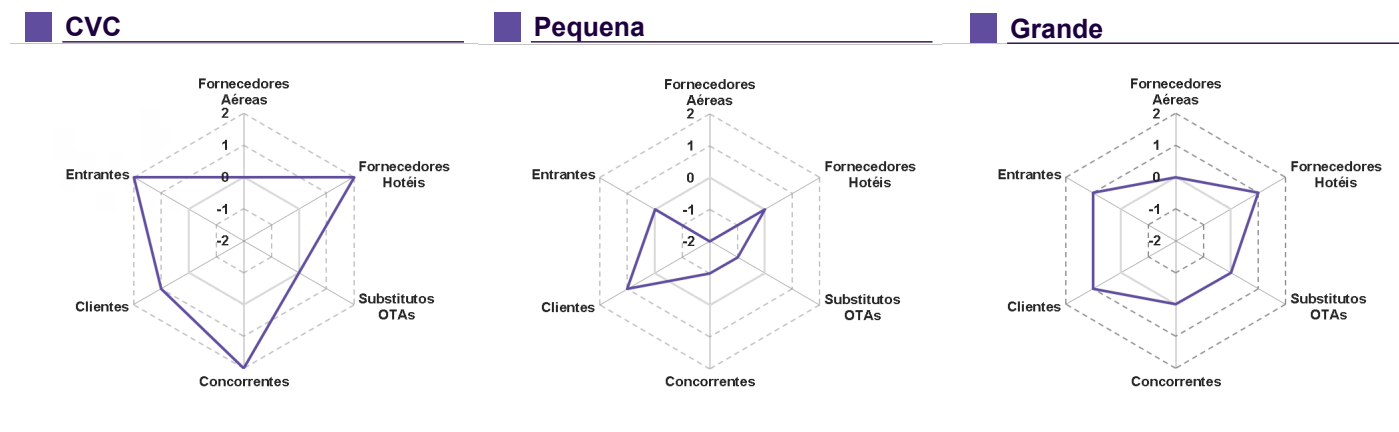
Poder de barganha com clientes: Apesar da farta oferta de serviços do setor, que potencializa o poder de escolha do consumidor, a CVC conta com a força de sua marca e com uma distribuição ímpar de lojas por todo o país. Os clientes são pessoas físicas e não tem o volume de compras a seu favor, porém a flexibilidade no pagamento pode ser um fator decisivo, ponto onde a CVC oferece grande facilidade.

Relação com entrantes: O setor não possui dificuldades para ingressar na atividade, tanto online como física, já que eles trabalham com base em comissões e não precisam de investimento significativo na operação. Porém a escala e força da marca CVC permitem margens maiores, mais opções de produtos e preços mais atrativos aos consumidores.

Relação com substitutos: As OTA's configuram-se como substitutos, pois oferecem serviços similares, porém em itens separados e não em pacotes. Dessa forma, tem a capacidade de gerar ocupação para os fornecedores e disputam clientes com a CVC, sendo que esta também possui sua plataforma online e tem investido no segmento.

Relação com competidores internos: No ambiente competitivo, a CVC sai na frente em volume já que é líder em market share e maior operadora da América Latina. O modelo de negócio focado em pacotes proporciona maiores margens e a venda de produtos de valor agregado, que elevam o ticket médio da empresa. Mesmo no online, onde a disputa é mais acirrada e a CVC não possui liderança, sua conversão de vendas e margens são maiores sem precisar do mesmo investimento em propaganda das competidoras.

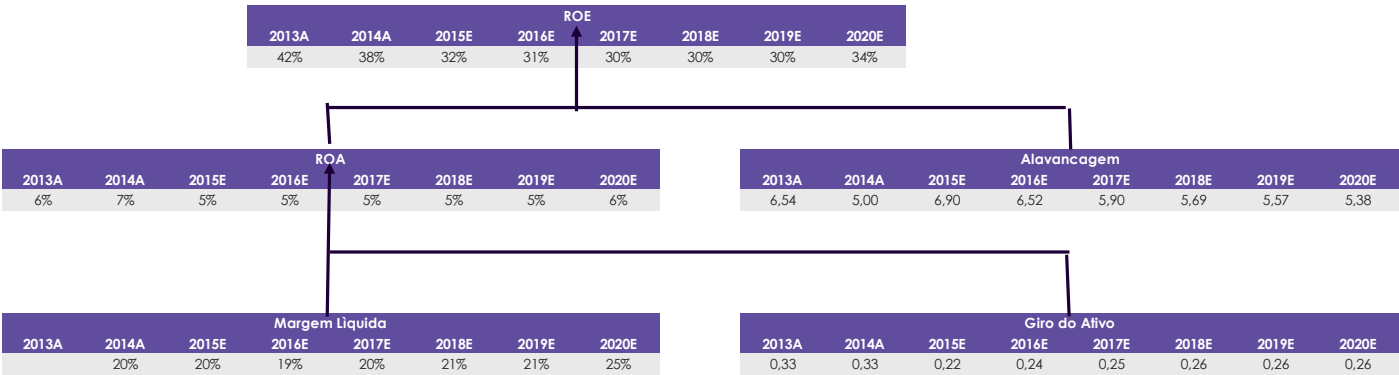
Visão geral: A companhia possui vantagens competitivas significativas frente suas principais concorrentes e fornecedores (hotéis), o que se traduz em maiores margens e na liderança do setor no país. A empresa continua investindo não apenas em novos produtos como intercâmbio estudantil e cartão CVC, mas também na plataforma online, onde encontra competidores mais perigosos, e em aquisições estratégicas como a da Rextur Advance e Submarino Viagens que a fortalecem no segmento de negócios e online, respectivamente.



Fonte: Time

ANEXO XXVI - Análise Dupont

A análise Dupont nos mostra um ROE que se sustenta com quedas de até 1 p.p. e crescendo de até 4 p.p. . Ele deriva de um ROA crescendo 1 p.p. e alavancagem reduzindo. Quanto a margem, ela alterna entre uma fase inicial de queda de 1 p.p. e um crescimento de 6 p.p. Quanto ao giro do ativo, há igualmente uma leve queda, seguida por um crescimento. Estes últimos relacionados com as aquisições da Submarino Viagens e Rextour Advance.

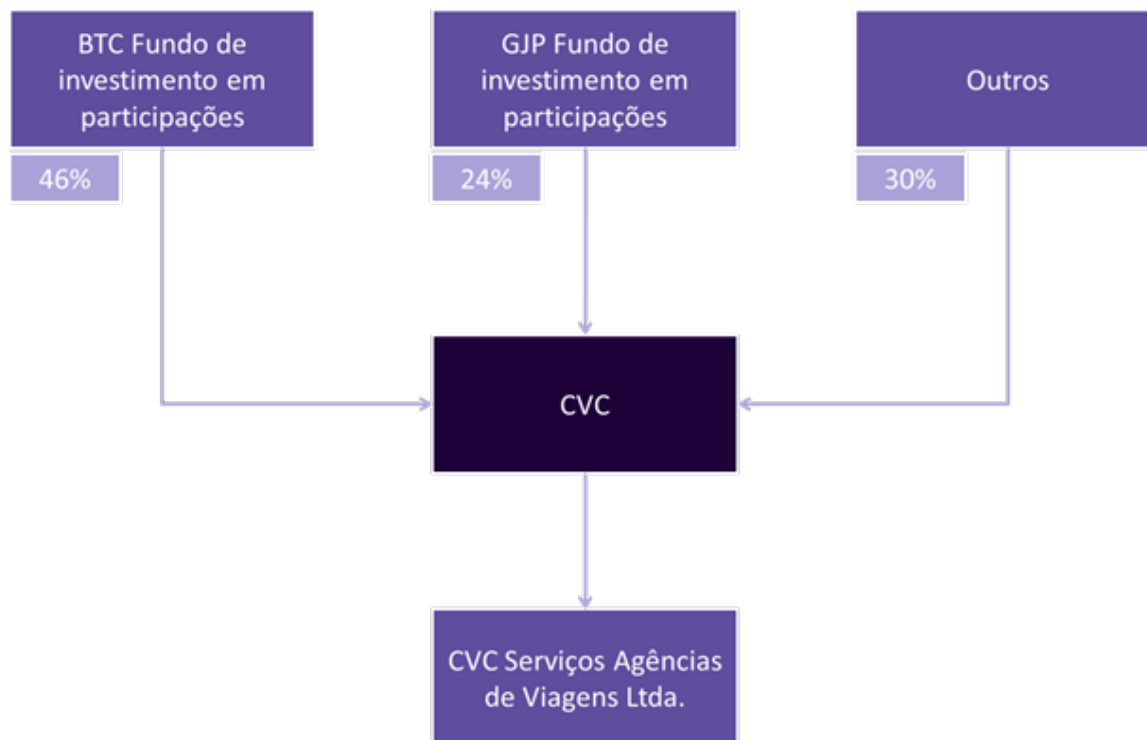


ANEXO XXVII - Governança corporativa**(i) Guilherme de Jesus Paulus**

Fundador da companhia e presidente do conselho administrativo da CVC atua há 41 anos e possui 24% desta por meio do fundo GJP. Também preside e controla a GJP Hotéis e Resorts. Além de ser Membro do Conselho Nacional de Turismo e do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social. Reconhecido por suas estratégias inovadoras que continuam a permitir o acesso do brasileiro ao turismo.

(ii) Carlyle

Fundado em 1987, o grupo Carlyle gerencia quase US\$200 bilhões em ativos. Sendo reconhecido por seus retornos notáveis e profissionais altamente capacitados. Investidor da CVC desde 2009 possui 46% da companhia por meio do fundo BTC, sendo representado atualmente por 5 cadeiras no conselho administrativo da CVC.



ANEXO XXVIII - Informações Financeiras

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Reservas Confirmadas (pro-forma)	7.459.300	8.758.400	9.002.802	9.722.080	10.690.990	11.890.018	13.291.302	14.742.142
Crescimento yoy		17%	3%	8,0%	10%	11%	12%	11%
Reservas Confirmadas (CVC)	4.450.200	4.909.000	5.255.447	5.634.858	6.198.537	6.928.503	7.668.695	8.438.606
Crescimento yoy		10%	7%	7%	10%	12%	11%	10%
Reservas Confirmadas (Efet.)	4.450.200	4.909.000	6.600.563	9.722.080	10.690.990	11.890.018	13.291.302	14.742.142
Crescimento yoy		10%	34%	47%	10%	11%	12%	11%
Comissões + Fornecedores	3.767.709	4.147.914	5.707.382	8.620.790	9.477.816	10.534.775	11.782.096	13.072.536
Crescimento yoy		10%	38%	51%	10%	11%	12%	11%
Receita Líquida	641.189	714.535	838.629	1.034.106	1.139.165	1.272.566	1.417.137	1.567.751
Crescimento yoy		11%	17%	23%	10%	12%	11%	11%
Margem do Produto	15%	16%	14%	11%	11%	11%	11%	11%
EBIT	265.546	324.084	387.391	487.506	554.810	628.687	709.516	792.007
Crescimento yoy		22%	20%	26%	14%	13%	13%	12%
Margem EBIT		45%	46%	47%	49%	49%	50%	51%
EBITDA	289.816	351.019	417.484	517.792	584.234	654.970	731.680	811.457
Crescimento yoy		21%	19%	24%	13%	12%	12%	11%
Margem EBITDA	45,2%	49,1%	49,8%	50,1%	51,3%	51,5%	51,6%	51,8%
Lucro Líquido	111.682	145.739	169.710	199.407	230.574	263.432	298.787	384.761
Crescimento yoy		30%	16%	17%	16%	14%	13%	29%
Margem Líquida		20%	20%	19%	20%	21%	21%	25%
Dividendos		29.248	83.000	87.496	118.258	148.916	169.675	192.477
DPS		0,2	0,6	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4
FCFF		168.006	178.099	277.832	305.989	356.301	395.888	428.408
Crescimento yoy			6%	56%	10%	16%	11%	8%

Fluxo de Caixa Livre	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Lucro Operacional (EBIT)	487.506	554.810	628.687	709.516	792.007	874.960	958.419	1.048.353	1.146.933	1.251.562
Taxa efetiva IR (34%)	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,1%	-36,1%	-36,1%	-36,1%	-36,1%	-36,1%
(-)IR	-175.267	-199.612	-226.390	-255.674	-285.616	-315.659	-345.873	-378.384	-414.081	-451.973
NOPLAT	312.240	355.198	402.297	453.842	506.391	559.301	612.546	669.969	732.853	799.589
(+)Depreciação e Amortização	30.285	29.425	26.284	22.164	19.450	17.264	19.359	20.242	18.253	16.537
(-)Invest. Líquido em Capital de Giro	-25.805	-46.560	-48.499	-53.535	-53.207	-56.192	-59.472	-63.065	-66.996	-71.290
(-)Invest. Líquido em CAPEX	-38.888	-32.073	-23.780	-26.583	-44.226	-48.420	-88.165	-67.308	-73.302	-91.129
FCFF	277.832	305.989	356.301	395.888	428.408	471.953	484.268	559.838	610.807	653.707

Disclosures:

Ownership and material conflicts of interest:

The author(s), or a member of their household, of this report does not hold a financial interest in the securities of this company.

The author(s), or a member of their household, of this report does not know of the existence of any conflicts of interest that might bias the content or publication of this report.

Receipt of compensation:

Compensation of the author(s) of this report is not based on investment banking revenue.

Position as a officer or director:

The author(s), or a member of their household, does not serve as an officer, director or advisory board member of the subject company.

Market making:

The author(s) does not act as a market maker in the subject company's securities.

Disclaimer:

The information set forth herein has been obtained or derived from sources generally available to the public and believed by the author(s) to be reliable, but the author(s) does not make any representation or warranty, express or implied, as to its accuracy or completeness. The information is not intended to be used as the basis of any investment decisions by any person or entity. This information does not constitute investment advice, nor is it an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any security. This report should not be considered to be a recommendation by any individual affiliated with CFA Society Brazil, CFA Institute or the CFA Institute Research Challenge with regard to this company's stock.



CFA Institute

CFA Institute Research Challenge