

CVC

Gostaríamos de chamar atenção para uma ação que acompanhamos há alguns anos, reintroduzimos na nossa carteira no início de 2016 e que aumentamos ao longo do último mês. Trata-se de CVC (CVCB3), que recentemente se tornou nossa principal posição.

A CVC fez seu IPO em dezembro de 2013 e até o início deste ano a ação tinha “andado de lado”. Este ano, finalmente, o excepcional desempenho operacional da CVC começou a refletir na performance das ações da companhia, que acumulam alta de 75% no ano. Pode parecer contraitivo para uma casa de investimentos que busca investimentos com grande margem de segurança e que normalmente adota um viés contrário às visões consensuais de mercado comprar ações que tiveram desempenho tão expressivo em curto espaço de tempo. No entanto, mesmo após essa forte alta, acreditamos que o preço das ações da CVC ainda estão muito longe do seu valor intrínseco e não refletem a capacidade da companhia em continuar apresentando crescimento de lucros e altíssimo retorno sobre o capital investido.

A CVC possui as características que mais apreciamos em nossos investimentos, e que estiveram presentes nos nossos casos de maior sucesso ao longo dos anos. De um lado, como ativo financeiro, as ações da CVC são de uma mid-cap que até pouco tempo tinham pouca liquidez e por isso eram bastante negligenciadas pelos participantes de mercado, situação propícia para ocorrência de grande ineficiência de precificação. Por outro lado, a operação CVC é a de um líder absoluto no seu segmento de mercado, contando com enormes vantagens competitivas que lhe garantem a capacidade de crescer, ganhar participação de mercado sobre seus concorrentes e ao mesmo tempo gerar altos retornos para seus acionistas.

Vantagens Competitivas

Vemos a CVC como uma companhia que une uma combinação rara de elementos que lhe conferem a habilidade de manter vantagens competitivas sustentáveis sobre seus concorrentes de forma a proteger sua lucratividade ao longo do tempo - algo que Warren Buffet chamou de “economic moat”. Em muitos casos, os elementos que estão por trás das vantagens competitivas de uma companhia podem ser de natureza frágil e temporária como um produto de muito sucesso, uma regulamentação momentânea ou o preço de uma commodity cíclica. No caso da CVC, enxergamos elementos de natureza bastante sólida e de difícil corrosão tais como: **(i) marca** - a CVC possui uma marca extremamente forte e conhecida que lhe garante um menor custo de aquisição de clientes em relação aos seus concorrentes. No ambiente online, essa diferença de custo é bem explícita. Enquanto os sites

Equitas Administração de Fundos de Investimentos Ltda.

de agências de viagens e de compra de passagens normalmente gastam aproximadamente entre 5% e 6% de suas reservas confirmadas em despesas de marketing e vendas (gastos principalmente com o Google), a CVC gasta aproximadamente 2%. Isso ocorre pois o reconhecimento da marca faz com que um percentual elevado de seus potenciais clientes entrem diretamente no site da CVC sem passar por uma busca prévia no Google; (ii) **distribuição** - a CVC conta com a maior rede de lojas físicas entre as agências de viagens, com 1.064 lojas espalhadas por todo o Brasil, número 5 vezes maior do que o segundo colocado; e (iii) **escala** - a CVC é o maior cliente dos segmentos de companhias aéreas e hotéis no país, o que lhe garante uma grande vantagem de custo na compra de passagens e estadias em hotéis. A CVC vem expandindo sua participação de mercado e atualmente seu market share no segmento de viagens de lazer é de cerca de 14%, mais que o dobro do segundo colocado, e no segmento corporativo (consolidadores de passagem aérea) seu share é de 29%, pouco menos que o dobro do segundo colocado. É interessante notar que tanto a Decolar.com, o segundo colocado no segmento de lazer, quanto a Gapnet + Flytour, o segundo no corporativo, são focados na venda de passagens aéreas. Com foco na venda de pacotes de viagens, a CVC tem sobre seus competidores além de uma grande vantagem de escala na compra de passagens, um diferencial ainda maior na escala de compra de estadias em hotéis, um mercado altamente pulverizado no Brasil. Esse diferencial de escala na compra de estadias lhe garante uma vantagem importante na oferta de pacotes de viagens, foco da companhia. A venda de pacotes, uma estratégia de *bundling* de produtos e serviços, permite que a CVC se mantenha relativamente protegida da intensa competição das atividades de venda de passagens aéreas e de diárias em hotéis, que é promovida pela grande transparência de preços nessas atividades.

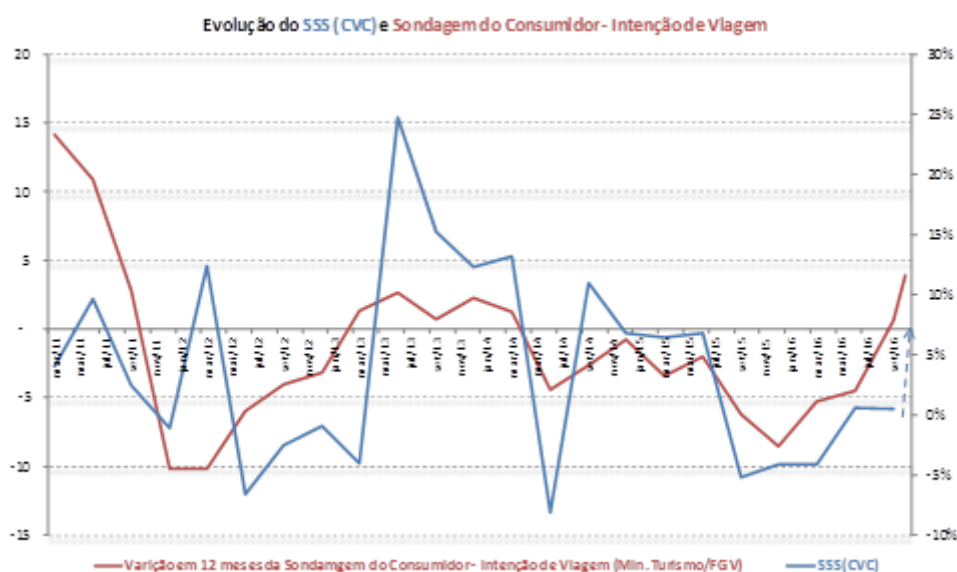
Gestão

Nossa visão sobre a gestão da CVC tem amadurecido desde que começamos a acompanhar a companhia a partir do seu IPO em 2013. Inicialmente, tínhamos uma preocupação com o alinhamento de interesses do top management, o pouco tempo de casa do CEO e as transformações pelas quais a estrutura da companhia havia passado antes do IPO. Além disso, não tínhamos uma recordação das mais positivas da passagem do CEO Luiz Falco pela Telemar. Ao longo dos últimos anos observamos a atuação do top management em diversos fronts, tais como, M&A, integração de adquiridas, eficiência operacional, vendas, motivação da equipe. Nossa conclusão é de que sob a liderança do CEO Luiz Falco, a gestão da companhia tem feito um excelente trabalho em, não somente, converter seus diferenciais competitivos em lucros para seus acionistas, mas também, em fortalecer e ampliar tais diferenciais pavimentando o caminho para um período duradouro de alta performance. Hoje vemos na alta gestão da companhia um grupo de pessoas muito experiente na indústria, com habilidades e características complementares (comercial, operações, estratégia), altamente motivadas, atuando de forma integrada e muito eficiente.

Equitas Administração de Fundos de Investimentos Ltda.

Prova de Fogo

Nossa convicção sobre o investimento na CVC foi reforçada pelo seu desempenho nos últimos dois anos, em que a companhia enfrentou de forma muito bem sucedida um fortíssimo “vento contra” no ambiente macroeconômico. Em função de sua ligação ao consumo discricionário, o segmento de viagens de lazer deveria ser um dos mais afetados pela forte desvalorização do Real, aumento do desemprego e queda de renda observado no Brasil. Isso, de fato, aconteceu. O segmento teve queda de volumes expressivos nos últimos 2 anos, principalmente nos mercados corporativo e online - o canal online deve apresentar queda de 20% em 2016, a ocupação do setor hoteleiro reduziu de 60% para 52%, e o setor aéreo encolheu cerca de 6% este ano. Nesse ambiente, diversas empresas tiveram severas dificuldades financeiras, sendo que algumas não sobreviveram tais como Nascimento, Marsans, Web Viagens, Designer Tours. Nesse ambiente desafiador os diferenciais competitivos da companhia e sua gestão se destacaram. No front de M&A, a CVC adquiriu a Submarino Viagens e a Rextur Advance, que dá acesso à CVC ao segmento de viagens de negócio, praticamente dobrando o mercado endereçável da companhia. A CVC fez a integração dessas operações de forma rápida e eficiente o que permitiu a captura de sinergias de custo e abriu novas possibilidades de receita através do cross-selling de produtos (ex: venda de estadias em hotéis para o segmento corporativo). Apesar do ambiente de mercado extremamente hostil, sua rede de lojas cresceu 25% de 851 lojas (set/14) para 1.064 (set/16) e provavelmente encerrará o ano de 2016 com crescimento de Vendas Mesmas Lojas (SSS) de aproximadamente 2%. Indicadores recentes de Sondagem do Consumidor - Intenção de Viagem (Ministério do Turismo/FGV) - possuem uma alta correlação com o SSS da CVC, e apontam para uma possível retomada desse último indicador no 4º trimestre de 2016, conforme pode ser observado no gráfico abaixo.



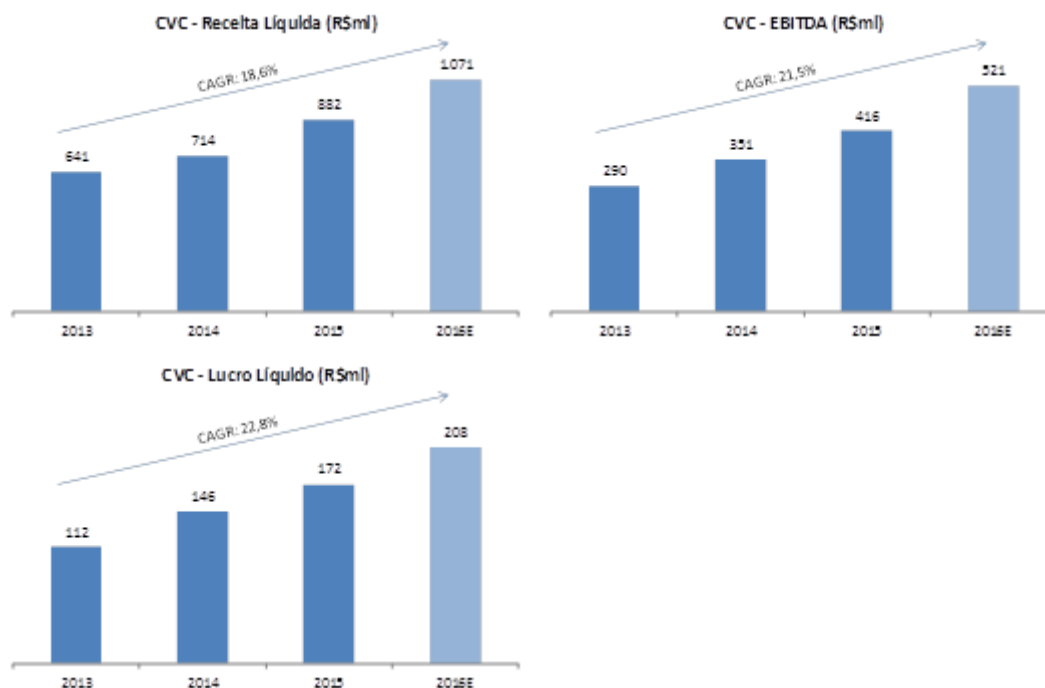
Equitas Administração de Fundos de Investimentos Ltda.

Tel: 11 3049 3954 Fax: 11 3049 3305

fundos@equitas.com.br

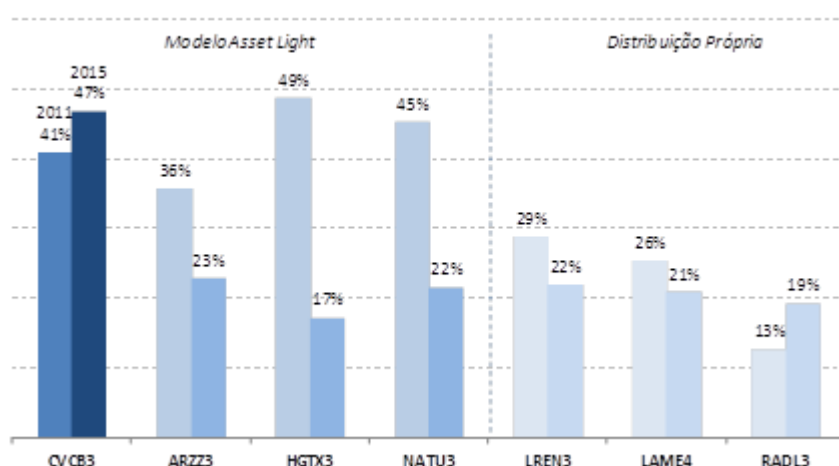
www.equitas.com.br

A companhia sai desse período extremamente desafiador bastante fortalecida em relação aos seus competidores tendo aumentado sua participação de mercado de 12% para 14%, ao mesmo tempo em que apresentou um aumento do lucro líquido e EBITDA de 42% e 48%, respectivamente.



Entre as empresas listadas na Bovespa que são expostas ao segmento de bens de consumo e serviços de menor necessidade (discrionários), a CVC foi a única que conseguiu ao longo dos últimos 5 anos manter sua rentabilidade medida pelo retorno sobre o capital investido (ROIC) em patamares superiores a 40%, tendo até melhorado essa métrica. No pico da euforia de consumo no Brasil em 2011, a maioria das companhias de bens de consumo e serviços discricionário gozavam de uma rentabilidade extraordinária. Um grupo de empresas que contava com estruturas de distribuição menos intensa em capital (*asset light*), com uso do modelo de franquias ou venda direta, apresentava ROIC acima de 40%, enquanto que as companhias com maior emprego de capital fixo em suas operações, no modelo de distribuição própria, mantinham ROICs mais baixos por volta de 20%. Normalmente, variações cíclicas de demanda tem efeito amplificado sobre a rentabilidade operacional das companhias que adotam o modelo *asset light*. Na prática, como era de se esperar, o que se observou desde 2011 foi uma deterioração significativa da rentabilidade das companhias com modelo *asset light* nos segmentos de consumo discricionário. A grande exceção a essa tendência foi a CVC, que em função de seus diferenciais competitivos e uma execução impecável, demonstrou enorme resiliência à um ciclo econômico fortemente desfavorável para a demanda de seus serviços e para o seu modelo de negócios *asset light*.

Evolução de ROIC entre 2011 e 2015



Preço atual das ações / Margem de segurança

Apesar do grande potencial de crescimento da CVC, da resiliência do seu modelo de negócio e da capacidade de produzir altos retornos sobre o capital investido de forma consistente, as ações da CVC são negociadas a múltiplos baixos (12x P/L 2017; 5,8x EV/EBITDA 2017), equivalentes aos múltiplos de companhias que, na nossa opinião, não possuem a mesma combinação de qualidade de gestão, vantagens competitivas sustentáveis e potencial de crescimento de lucros. Acreditamos que um múltiplo P/L entre 15x e 18x seria mais condizente com a qualidade e potencial de geração de resultados da CVC.

Múltiplos Comparáveis	P/E	P/E	EV/EBITDA	EV/EBITDA	CAGR (2013-2016E)		
	2016E	2017E	2016E	2017E	Receita	EBITDA	Lucro Líquido
CVCB3	15,6x	12,0x	6,6x	5,8x	18,6%	21,5%	22,8%
Peers Asset Light - Brasil Varejo/Consumo							
ARZZ3	17,6x	14,8x	11,4x	9,7x	7,9%	2,4%	2,1%
HGTX3	11,1x	10,9x	9,6x	8,8x	-2,7%	-18,0%	-10,1%
NATU3	28,5x	16,8x	9,1x	8,0x	4,5%	-5,9%	-24,9%
Peers Distribuição Tradicional - Brasil Varejo/Consumo							
LEN3	23,2x	19,3x	12,1x	10,3x	14,8%	17,1%	15,4%
LAME4	68,2x	35,3x	10,9x	9,6x	6,6%	15,1%	-13,0%
RADL3	37,6x	31,2x	19,5x	16,2x	21,7%	46,2%	67,3%
Peers Internacionais - OTAS (Online Travel Agencies)							
Expedia	24,8x	18,5x	12,6x	10,2x	22,4%	29,7%	35,4%
Priceline.com	23,1x	19,9x	18,7x	16,0x	16,5%	17,1%	19,4%

Por que as ações da CVC estão baratas?

Atribuímos a baixa valorização das ações da CVC à três fatores principais.

1 - Até muito pouco tempo a condição de baixa liquidez das ações representou um fator de restrição para muitos investidores. Esse é um fator que deve se dissipar rapidamente. Até agosto de 2016, o volume médio de negociação diária das ações da CVC era em torno de R\$6mi/dia. A partir da oferta secundária em agosto e da subsequente venda em bloco em novembro que resultou na saída completa do Carlyle do capital da companhia, o free-float da CVC aumentou de 31% para 91,5%, e conseqüentemente a liquidez recente das ações aumentou para aproximadamente R\$20mi/dia. Com isso, há uma grande quantidade de investidores locais e estrangeiros, para os quais CVC era uma ação completamente fora dos seus radares, que passam a acompanhar a companhia de perto.

2- A grande preocupação com o ambiente macroeconômico afugentou investidores por muito tempo de ações de empresas vistas como expostas a dinâmica cíclica de consumo de bens e serviços de menor necessidade. Acreditamos que a expectativa de estabilização da economia e a observação da resiliência dos resultados da CVC no ciclo recente de deterioração econômica deve dissipar tal preocupação ao longo do tempo.

3- O risco de ruptura representado pela expansão da internet sobre as operações de agências de viagens baseadas no modelo de distribuição com lojas físicas. Esse é um assunto que pode render uma longuíssima análise e discussão, que não pretendemos exaurir aqui. Não acreditamos que esse risco vá, em algum momento, se dissipar por completo. Como em outros casos, onde paralelos com outros países sugerem uma grande mudança potencial na dinâmica competitiva da indústria a médio prazo (ex: Cielo), acreditamos que essa percepção de risco acompanhará a CVC indefinidamente. De qualquer maneira, acreditamos que as idiosincrasias do mercado brasileiro (nossas jabuticabas) - a necessidade de auxílio ao inexperiente viajante brasileiro e a dependência de instrumentos de crédito -, continuarão propiciando à CVC condições para que ela mantenha seus diferenciais de serviço e na captura de clientes num ambiente competitivo não comoditizado por muitos anos. Enquanto o temor da hecatombe não se materializa, e é empurrado para o futuro mais distante, a CVC gera resultados crescentes e caixa para seus acionistas. Para o investidor em ações da CVC que entra ao preço certo, com ampla margem de segurança, esse risco não deve representar um grande empecilho para a obtenção de bons retornos ao longo do tempo...