

## GOL (GOLL4): De volta à geração de caixa; Proposta de fusão da Smiles

### Mensagem positiva da Atualização do Investidor; Fusão corporativa com a Smiles

A Gol divulgou a Atualização do Investidor mensal de novembro, na qual trouxe informações sobre seu plano de capacidade, recuperação de demanda e posição de alavancagem. Principais destaques do mês: (i) 369 voos/dia (aumento de 2% m/m); (ii) a procura de passagens aumentou 35% m/m; (iii) a taxa de ocupação aumentou para 85% (de 78% no mês passado); (iv) para dezembro, a capacidade deverá aumentar para 480 voos diários; (v) a Gol reduziu sua frota em 12 aeronaves Boeing 737 arrendadas e (vi) novembro foi o primeiro mês de geração de caixa desde a eclosão da COVID. Além da atualização para o investidor, a empresa também divulgou fato relevante anunciando o envio de carta com proposta de incorporação ao Conselho de Administração da Smiles. Gol e Smiles tentaram se fundir no ano passado, mas as duas empresas não conseguiram chegar a um acordo. Se aprovada, a incorporação deverá beneficiar a Gol da seguinte forma: (a) um programa de fidelidade mais competitivo, (b) maior flexibilidade nas transações relacionadas a Smiles, (c) grandes sinergias fiscais; e (d) acabar com um desalinhamento de governança corporativa que foi um fator negativo importante para o programa de fidelidade.

No geral, embora os números reportados tenham sido positivos e confirmassem que o plano de recuperação está no caminho certo, acreditamos que essa recuperação gradual já era esperada pelo mercado, após a redução do tráfego no 2T e com a continuidade da reabertura econômica no país. Mantemos nossa classificação Compra e o status de Top Pick para a Gol, com base em: (i) exposição inferior aos pares no mercado internacional; (ii) maior liquidez durante a crise; (iii) programa de redução da frota melhor que seus pares; (iv) melhor posicionamento para se beneficiar do downsizing e racionalização de capacidade dos concorrentes; e (v) redução gradual do risco do caso de investimento após a conclusão do reembolso do Term Loan da Delta. Em nossa opinião, as atualizações relativas à emissão do empréstimo do BNDES ou outras alternativas de financiamento devem continuar a ser um importante catalisador de curto prazo. Listamos os principais temas divulgados:

#### 1) Redução de custos:

- Para o 4T, a Gol planeja manter seus custos de pessoal em 40% dos níveis pré-pandemia. Além disso, eles foram capazes de converter uma parte significativa dos custos fixos da folha de pagamento e da frota em custos variáveis.

- Conforme já divulgado, após ~20 meses de testes e investigações, a FAA autorizou as empresas aéreas a retomar os voos do Boeing 737 MAX nos Estados Unidos e, em 25 de novembro, a ANAC aprovou a retomada da operação das aeronaves no Brasil. A Gol estima que seus 7 MAX-8 voltem a operar no final de 2020. Nesse cenário, a Gol espera 15% de ganho de eficiência, já que os MAX-9s consomem menos combustível do que os 737-800 NG.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Gol (GOLL4)

Data	08/12/2020
Ticker	GOLL4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	31,0
Preço (R\$)	27,9
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	9.932,26
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	217,93

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	-
EV/EBITDA	45,3x	14,4x

#### Stock Performance:

Dezembro (%)	18,8%
LTM (%)	-22,5%



## 2) Capacidade e plano de frota:

- Durante outubro, a empresa aumentou sua capacidade para uma média de 369 voos diários (+ 2% m/m, equivalente a 51% dos níveis de 2019). Durante o mês, a Gol aumentou a frequência dos hubs de Congonhas, Santos Dumont e Salvador. Em dezembro, a Gol está aumentando sua capacidade para 480 voos, colocando a empresa em mais de 80% da programação de voos domésticos de dezembro de 2019. A empresa espera operar 99 aeronaves durante o mês.
- A Gol encerrou novembro com uma frota total de 127 Boeing 737s, com 94 aeronaves operando em sua malha.
- Além de reduzir sua frota em 12 aeronaves arrendadas, a Gol pretende devolver mais 2 aeronaves arrendadas em dezembro. Pode reduzir sua frota em até mais 30 em 2021-22, se necessário, com flexibilidade para fazer reduções adicionais se a demanda piorar. As entregas do Boeing 737 MAX também foram reduzidas em 34 aeronaves durante o período de 2020-22, e a empresa pretende financiar totalmente todos os investimentos remanescentes em aeronaves e revisões de motor em 2020. A Gol tem uma carteira de pedidos de 95 aeronaves programadas para entrega em 2022-2032.

## 3) Consumo de caixa e liquidez:

- A Gol encerrou novembro com aproximadamente R\$ 2,3 bilhões em liquidez total (ligeiramente acima dos R\$ 2,2 bilhões no mês passado) e um vencimento médio de aproximadamente 3 anos para sua dívida de longo prazo, excluindo arrendamentos de aeronaves e títulos perpétuos. A empresa não tem vencimentos de dívida significativos até 2024.
- No mês, a Gol gerou caixa de R\$ 3 milhões/dia, incluindo o pagamento integral do serviço da dívida e despesas financeiras, o que representa uma melhora no consumo líquido de caixa de R\$ 3 milhões/dia que a Gol prevê para o período. Para dezembro, a Gol estima uma geração líquida de caixa de ~R\$ 3 milhões/dia. Para o 1T, o consumo de caixa é estimado conservadoramente em R\$ 2 milhões/dia.

## 4) Experiência do cliente:

- Nos meses de janeiro a novembro, a empresa obteve a classificação máxima no portal Consumidor.gov.br, liderando no Índice de Solução, Índice de Satisfação e Tempo Médio de Resposta.
- Além disso, a Gol reforçou todos os seus procedimentos para garantir a Saúde e Segurança de seus clientes e funcionários, com atenção redobrada para a limpeza das aeronaves, incluindo o uso de desinfetante de grau hospitalar para as galerias de serviços e todas as áreas de uso intenso da cabine e no cockpit. Além disso, cada conjunto de 3 a 7 fileiras de assentos tem seu próprio sistema de circulação de ar, garantindo uma circulação mínima de ar entre os passageiros.

## 5) Aumento de vendas:

- Durante a Black Friday, foram vendidas mais de meio milhão de passagens aéreas, um bom indicador do comportamento do consumidor em relação ao transporte aéreo doméstico. Em novembro, a empresa registrou crescimento de 35% na busca por passagens aéreas, em relação a outubro, o que levou a Gol a registrar crescimento de 20% m/m nas vendas de passagens. Com a adição de voos durante o mês, a receita de passageiros transportados aumentou 20% m/m. As vendas brutas consolidadas da Gol no mês foram de R\$ 886 milhões e a taxa de ocupação média foi de 85%, acima dos meses anteriores.

## 6) Fusão societária com Smiles:

- Além da atualização para os investidores, a empresa também divulgou fato relevante anunciando o envio de carta com proposta de incorporação ao Conselho de Administração da Smiles. O anúncio segue o processo iniciado em outubro de 2018, quando a GOL (i) notificou a Smiles de sua intenção de não renovar seus contratos de serviços operacionais e de

back-office após 2032; e (ii) propôs uma reestruturação pela qual a Smiles seria incorporada novamente pela GOL. As discussões foram interrompidas depois que ambas as partes não chegaram a um acordo. O anúncio deve, portanto, acabar com essa sobrecarga na SMLS, já que a situação de *no-deal* criou um desalinhamento de governança corporativa que foi um fator negativo importante para o programa de fidelidade.

- De acordo com os termos propostos, cada ação ordinária da Smiles dará ao seu titular o direito a (i) 0,825 ação preferencial da Gol ou (ii) R\$ 22,32 em dinheiro ou, alternativamente (iii) uma combinação de ações preferenciais da Gol e dinheiro. Se bem-sucedida, a reorganização fará com que a base acionária da Smiles migre para a GOL. A relação de troca representa um prêmio de 3% contra o último preço de fechamento, mas um prêmio de 26% vs. a relação do preço médio ponderado por volume de 30 dias das duas empresas (como referência, a primeira proposta da Gol, anunciado em dezembro-19, teve um prêmio de 30% contra o último preço de fechamento).

- Pelas circunstâncias inerentes à pandemia, a Gol informou à Smiles sua intenção de que todas as análises e negociações da proposta fossem concluídas em 30 dias. A proposta será submetida às assembleias gerais das duas empresas. A nosso ver, a incorporação da Smiles não é novidade, mas é positiva para a Gol, em termos de índice de liquidez e melhor regime tributário.

- Mais uma vez, a Gol explicou que o aumento da concorrência no mercado de cartões de crédito, o aumento da competitividade dos programas de fidelidade não patrocinados por companhias aéreas e o fortalecimento dos laços entre os dois principais concorrentes da Gol e da Smiles, incluindo seu acordo de codeshare (compartilhamento de voos), representam desafios competitivos significativos para a Smiles, já que os programas de frequência de passageiros concorrentes provavelmente terão acesso a um estoque maior de assentos e destinos e, portanto, serão mais atraentes para os consumidores e parceiros bancários.

## 7) Ajuste de preço de transferência:

- Por fim, a Smiles também informou hoje os ajustes no preço de transferência para a Gol. Conforme fato relevante, o reajuste no preço das passagens aéreas padrão e das milhas vendidas para a GOL representa, em média, uma redução de 4,3% e um aumento de 5%, respectivamente, com base nas passagens emitidas no último contrato.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	100,6	62,9	-10,3	16,6	212,6
EV/EBITDA	4,9	6,8	45,3	14,4	6,8
P/L	-5,3	-111,6	-1,6	-9,0	22,3
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1
Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	11.411	13.865	6.470	9.806	13.705
EBITDA	3.163	3.861	617	1.923	3.806
Lucro Líquido	-1.645	-117	-6.171	-1.068	431
LPA (R\$)	-4,72	-0,33	-17,35	-3,00	1,21
DPA Líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30
Dívida Líquida/Caixa	-5.595	-11.974	-17.250	-16.898	-15.231

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 27,05, em 04 de Dezembro de 2020.

**Tabela 1: Principais números preliminares (não auditados)**

	Novembro/2020	Δ Outubro/2020
<b>Liquidez</b>		
Liquidez total	R\$2.3bi	▲ +4%
Depósitos	R\$2.2bi	▲ -4%
Ativos não onerados	R\$1.3bi	0%
<b>Geração de caixa líquida</b>		
Entrada de caixa	R\$30mi/dia	▲ +22%
Saída de caixa	R\$(27)mi/dia	▲ -9%
Caixa líquido gerado ("ganho")	R\$3mi/dia	n.m.
<b>Frota</b>		
Total (média)	127	-1
Aeronaves em solo (média)	32	-8
Aeronaves operacionais (média)	94	▲ +7
Voos por dia (média)	369 (51% de 2019)	▲ +2%
Malha de destinos	63 (89% de 2019)	▲ +0%
<b>Resultados Operacionais</b>		
Assentos (000)	1.948	▲ -2%
ASK (Assentos-quilômetro oferecidos) (mi)	2.254	▲ -3%
Load factor	84,5%	+ 6.5 p.p.
Vendas bruta consolidada (R\$m)	886	▲ +6%
Receita bruta consolidada (R\$m)	559	▲ -7%

(1) Incluindo o pagamento total de juros

(2) Exclui codeshare e interline

Notas: (1) Inclui pagamento integral das despesas financeiras; (2) Exclui codeshare (Compartilhamento de Voos) e interline (que inclui voos de outras empresas aéreas parceiras). Fonte: Company e BTG Pactual.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)