

## Azul (AZUL4): Resultado do 4T20

### Embora poluído por itens não recorrentes, os números ajustados do 4T ficaram, em grande parte, acima das nossas estimativas

A Azul divulgou números ajustados do 4T melhores do que o esperado. Mais precisamente, a receita líquida totalizou R\$ 1,8 bilhão (-45% a/a, em linha com nossa projeção), enquanto o EBITDA reportado foi de R\$ 97 milhões (vs. 1,2 bilhão um ano atrás e abaixo da nossa estimativa de R\$ 127 milhões). O EBITDA foi negativamente impactado em R\$ 96 milhões em itens não recorrentes, principalmente devido a: (i) remensuração de passivos de arrendamento e ajustes de *impairments*; (ii) um ajuste em sua reserva de manutenção (devido à utilização de A330s em rotas domésticas para impulsionar as operações de carga e apoiar a recuperação da demanda de passageiros); e (iii) outros custos relacionados a COVID. Excluindo esses impactos, o EBITDA ajustado foi de R\$ 193 milhões (52% acima de nossa estimativa). Por fim, o lucro líquido reportado foi de R\$ 543 milhões (vs. R\$ 873 milhões no ano passado e nossa estimativa de -R\$ 231 milhões), impactado positivamente por R\$ 1,4 bilhão em ganhos cambiais. Excluindo os resultados não realizados com derivativos e os ganhos cambiais, o prejuízo líquido teria sido de R\$ 918 milhões (vs. lucro líquido de R\$ 411 milhões no ano passado).

### Recuperação de PRASK t/t no 4T; Taxa de ocupação em 81%

O PRASK (Receita de passageiros por assentos-quilômetros oferecidos) diminuiu 26% a/a (+ 23% t/t) devido a um declínio na receita líquida de passageiros e uma redução do ASK (Assentos-quilômetro oferecidos) de 33% a/a (+ 99% t/t) no trimestre. Os *yields* caíram 24%, enquanto o RASK (Receita operacional por assentos-quilômetro oferecidos) diminuiu 18% a/a (+ 11% t/t), refletindo reduções a/a no *yield* e na taxa de ocupação. Por sua vez, a taxa de ocupação atingiu 81% (vs. 83% no ano passado). Quanto ao CASK (ex-itens não recorrentes), aumentou-se 17% a/a (-35% t/t), enquanto o CASK (Custo por ASK), ajustado ex-combustível, aumentou 35% a/a.

### Melhor posição de liquidez; dívida líquida caiu para R\$ 12,3 bilhões

A Azul encerrou o trimestre com R\$ 4,0 bilhões em caixa (ante R\$ 1,7 bilhão no último trimestre devido ao capital levantado por meio da emissão de debêntures conversíveis no 4T20). O caixa representou 70% da receita dos últimos 12 meses (contra 32% no último trimestre). Considerando os depósitos, as reservas de manutenção e outros ativos disponíveis, a liquidez total da Azul atingiu R\$ 7,9 bilhões (vs. R\$ 6,9 bilhões no último trimestre), a maior desde que foi fundada há doze anos. Por fim, a dívida líquida atingiu R\$ 12,3 bilhões, abaixo dos R\$ 14,7 bilhões do último trimestre. Apesar dos níveis de dívida líquida mais baixos, a alavancagem disparou para 46x (de 11,3x no último trimestre), embora sinalizemos que está métrica não é uma boa referência para a alavancagem, pois o EBITDA dos últimos doze meses foi excepcionalmente baixo devido aos

#### 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)

#### Azul S.A. (AZUL4)

Data	04/03/2021
Ticker	AZUL4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	47,0
Preço (R\$)	38,5
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	13.157,22
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	365,49

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	-	-
EV/EBITDA	9,2x	7,2x

#### Stock Performance:

Março (%)	-5,2%
LTM (%)	-14,0%



impactos da COVID durante o ano. Destacamos também que a queima de caixa diária no 4T foi praticamente zero.

### Os números devem melhorar gradualmente ao longo dos próximos trimestres; nós continuamos com a classificação de Compra

Como números fracos já eram esperados (embora os números ajustados tenham ficado acima das nossas estimativas), não achamos que os investidores devam prestar muita atenção aos resultados do 4T. O foco deve ser na liquidez, na gestão de passivos e na capacidade de recuperação. Mantemos nossa classificação de Compra no nome devido à sua alta exposição doméstica.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	14,7	15,5	-8,2	14,7	23,0
EV/EBITDA	7,8	9,0	36,4	9,2	7,2
P/L	18,9	21,7	-1,2	-20,0	-55,4
Dividend Yield %	-0,9	-10,4	53,9	-9,2	-9,4

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	9.057	11.442	5.706	9.851	12.529
EBITDA	2.704	3.623	810	3.039	3.695
Lucro Líquido	653	919	-10.914	-658	-238
LPA (R\$)	1,91	2,69	-31,89	-1,92	-0,70
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-8.893	-12.517	-16.049	-14.832	-13.594

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\$ 38,56, em 03 de março de 2021.

**Figura 1: Resumo do resultado 4T20**

(R\$mi, IFRS)	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>1.783,7</b>	<b>1.709,5</b>	<b>3.251,9</b>	<b>805,3</b>	<b>4,3%</b>	<b>-45,1%</b>	<b>121,5%</b>
Passageiros	1.528,3	1.457,0	3.098,0	624,5	4,9%	-50,7%	144,7%
Outros	255,4	252,5	153,9	180,8	1,2%	65,9%	41,3%
Combustível de aviação	(451,0)	(520,5)	(831,5)	(226,1)	13,3%	45,8%	-99,5%
Salários e benefícios	(419,0)	(401,7)	(502,2)	(309,6)	-4,3%	16,6%	-35,3%
Depreciação e Amortização	(336,0)	(345,4)	(446,8)	(445,9)	2,7%	24,8%	24,6%
Taxas de aeroportos	(146,2)	(131,4)	(194,4)	(73,8)	-11,3%	24,8%	-98,1%
Serviço de passageiros	(79,3)	(86,8)	(129,1)	(46,4)	8,6%	38,6%	-70,9%
Vendas e Marketing	(103,8)	(145,3)	(123,3)	(60,2)	28,6%	15,8%	-72,4%
Manutenção das aeronaves	(119,3)	(135,4)	(70,1)	(111,4)	11,9%	-70,1%	-7,1%
Outras despesas de operação	(272,2)	(161,2)	(171,7)	220,5	-68,9%	-58,5%	223,4%
<b>Total das despesas de operação</b>	<b>(1.926,8)</b>	<b>(1.927,6)</b>	<b>(2.469,1)</b>	<b>(1.052,9)</b>	<b>0,0%</b>	<b>22,0%</b>	<b>-83,0%</b>
<b>EBIT</b>	<b>(286,4)</b>	<b>(218,2)</b>	<b>782,8</b>	<b>(247,6)</b>	<b>-31,3%</b>	<b>-136,6%</b>	<b>-15,7%</b>
Margem EBIT	-16,1%	-12,8%	24,1%	-30,7%	-3,3 pp	-40,1 pp	14,7 pp
<b>EBIT ajustado (ex-não recorrente)</b>	<b>(143,2)</b>	<b>(218,2)</b>	<b>782,8</b>	<b>(671,7)</b>	<b>34,4%</b>	<b>-118,3%</b>	<b>78,7%</b>
Margem EBIT ajustado	-8,0%	-12,8%	24,1%	-83,4%	4,7 pp	-32,1 pp	75,4 pp
<b>EBITDA</b>	<b>96,7</b>	<b>127,2</b>	<b>1.229,6</b>	<b>198,3</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-92,1%</b>	<b>-51,2%</b>
Margem EBITDA	5,4%	7,4%	37,8%	24,6%	-2,0 pp	-32,4 pp	-19,2 pp
<b>EBITDA ajustado (ex-não recorrente)</b>	<b>192,9</b>	<b>127,2</b>	<b>1.229,6</b>	<b>(258,0)</b>	<b>51,7%</b>	<b>-84,3%</b>	<b>174,8%</b>
Margem EBITDA	10,8%	7,4%	37,8%	-32,0%	3,4 pp	-27,0 pp	42,9 pp
<b>Resultado financeiro</b>	<b>681,4</b>	<b>(132,3)</b>	<b>70,2</b>	<b>(956,2)</b>	<b>-614,9%</b>	<b>870,2%</b>	<b>-171,3%</b>
Receitas financeiras	14,4	73,8	13,0	12,3	-80,5%	10,4%	17,1%
Despesas financeiras	(852,8)	(206,2)	(409,8)	(575,7)	-313,6%	-108,1%	-48,1%
Outras receitas (despesas)	1.457,2	0,0	457,8	(473,9)	na.	218,3%	-407,5%
Receitas não operacionais	62,6	0,0	9,2	81,1	na.	581,0%	-22,8%
<b>EBT</b>	<b>538,3</b>	<b>(350,5)</b>	<b>853,0</b>	<b>(1.203,8)</b>	<b>-253,6%</b>	<b>-36,9%</b>	<b>-144,7%</b>
Impostos	5,2	119,2	(0,3)	2,2	-95,6%	-1690,2%	136,4%
Impostos diferidos	0,0	0,0	20,0	(24,6)	na.	-100,0%	100,0%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>543,5</b>	<b>(231,3)</b>	<b>872,7</b>	<b>(1.226,2)</b>	<b>334,9%</b>	<b>-37,7%</b>	<b>144,3%</b>
Margem Líquida	30,5%	-13,5%	26,8%	-152,3%	44,0 pp	3,6 pp	182,7 pp
<b>Lucro líquido ajustado (ex-não recorrente)</b>	<b>(918,2)</b>	<b>(231,3)</b>	<b>411,2</b>	<b>(1.220,4)</b>	<b>-296,9%</b>	<b>-323,3%</b>	<b>24,8%</b>
Margem líquida	-51,5%	-13,5%	12,6%	-151,5%	-37,9 pp	-64,1 pp	100,1 pp

Fonte: Azul e BTG Pactual

**Figura 2: Resultado operacional 4T20**

(US\$ Centavos)	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
ASK	6.451	6.448	9.686	3.240	0,0%	-33,4%	99,1%
RPK	5.211	5.149	8.080	2.540	1,2%	-35,5%	105,2%
PRASK	23,7	22,6	32,0	19,3	4,8%	-25,9%	22,9%
RASK	27,6	26,5	33,6	24,9	4,3%	-17,6%	11,2%
PAX Yield	29,3	28,3	38,3	24,6	3,7%	-23,5%	19,3%
CASK (ex-não recorrente)	29,9	29,9	25,5	32,5	-0,1%	17,2%	-8,1%
Custo por ASK-equivalente (ex-combustível)	22,9	21,8	16,9	25,5	4,8%	35,3%	-10,4%
Partidas	52.355	73.762	77.481	27.213	-29,0%	-32,4%	92,4%
Distância média (KM)	1.035	1.107	1.064	1.054	-6,5%	-2,8%	-1,8%

Fonte: Azul 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)