

## GOL (GOLL4): Resultado do 4T20

### Os números ajustados do 4T ficaram em linha com nossas estimativas, mas abaixo do consenso

A Gol divulgou um conjunto fraco (como esperado) de resultados no 4T, em linha com nossos números ajustados (estávamos abaixo do consenso), no geral. Mais precisamente, a receita líquida totalizou R\$ 1,9 bilhão (- 50% a/a, em linha com nossa projeção), enquanto o EBIT reportado caiu para R\$ 319 milhões negativos (de R\$ 695 milhões um ano atrás). Considerando as despesas estritamente relacionadas aos níveis operacionais do 4T, o EBIT ajustado seria de R\$ 347 milhões (abaixo dos R\$ 1 bilhão do ano passado e em linha com nossos números). O EBITDA reportado foi de -R\$ 42 milhões (vs. R\$ 1,1 bilhão um ano atrás) enquanto o EBITDA ajustado foi de R\$ 559 milhões (vs. R\$ 1,5 bilhão no ano passado e R\$ 624 milhões de expectativa do BTG). Por fim, o lucro líquido foi de R\$ 17 milhões (vs. R\$ 352 milhões no ano passado e nossa estimativa de R\$ 3 milhões). O lucro líquido foi positivamente afetado pelo impacto líquido de eventos extraordinários, conforme segue: (i) eventos não recorrentes (-R\$ 175 milhões); (ii) ganhos cambiais (+ R\$ 456 milhões); e (iii) resultados não realizados de ESN e *capped calls* (+ R\$ 598 milhões). Por sua vez, o resultado recorrente foi negativo em R\$ 862 milhões (vs. +R\$ 378 milhões no ano passado).

### A taxa de ocupação permanece sólida; alavancagem líquida subiu para 5,3x

Conforme já divulgado, o PRASK (Receita de passageiros por assentos-quilômetros oferecidos) diminuiu 17% a/a devido à queda na receita líquida de passageiros e uma redução do ASK (Assentos-quilômetro oferecidos) de 42% no trimestre. O RASK (Receita operacional por assentos-quilômetro oferecidos) caiu 14% a/a, o *yield* líquido diminuiu 17% e a taxa de ocupação atingiu 81% (estável a/a). Ainda, o CASK (Custo por ASK) aumentou 25% a/a (ex-despesas não recorrentes e despesas com ociosidade). O CASK ajustado ex-combustível aumentou 41% a/a. A alavancagem financeira líquida (ex-bonds perpétuos) da GOL foi de 5,3x dívida líquida/EBITDA últimos 12 meses (acima de 4,0x no último trimestre), apesar da desvalorização do dólar no trimestre devido ao pior EBITDA dos últimos 12 meses t/t. A posição de caixa foi de R\$ 2,6 bilhões, um aumento de R\$ 0,3 milhão em relação ao 3T. Por fim, em dezembro, uma subsidiária da Gol emitiu US\$ 200 milhões em Senior Secured Notes de 8% com vencimento em junho de 2026.

### Atualização para os investidores; Revisão das estimativas do 1T21 para refletir o novo cenário

A Gol também divulgou suas estimativas revisadas para o 1T21, ajustando para baixo as estimativas anteriores para refletir o novo cenário de demanda. Principais destaques: (i) 159 rotas domésticas devem ser atendidas (vs. 167 estimadas anteriormente e 161 no último trimestre); (ii) ASK deve cair 45% a/a

#### 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	18/03/2021
Ticker	GOLL4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	310
Preço (R\$)	23,1
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	8.211,71
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	220,84

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	-	19,1x
EV/EBITDA	13,6x	6,4x

#### Stock Performance:

Março (%)	6,8%
LTM (%)	106,9%



(vs. -24% a/a anteriormente esperado e -8% t/t); (iii) a frota operacional é esperada em 74 aeronaves (vs. 102 anteriormente esperadas e 91 no último trimestre, 67% da frota média operada no mesmo trimestre de 2019); (iv) a taxa de ocupação é vista em 82% (mais alto do que os 78% anteriormente esperados e estável t/t); (v) receita esperada de R\$ 1,7 bilhão no 1T21 (vs. R\$ 2,4 bilhões esperados anteriormente e -48% a/a) e (vi) consumo de caixa líquido diário estimado em R\$ 3 milhões (vs. consumo de caixa de R\$ 2 milhões esperados anteriormente e geração de caixa de R\$ 3 milhões no 4T). A dívida líquida/EBITDA deve encerrar o primeiro trimestre em 17,0x (com uma posição de caixa de R\$ 1,9 bilhão). Além da atualização para o investidor, a Gol sinalizou que em Jan-21 a GOLLOG lançou o Super Expresso, serviço que possibilita a entrega de encomendas no mesmo dia, aproveitando o alcance nacional da rede da empresa. Em 21 de fevereiro, a GOLLOG firmou parceria com o grupo Comporte, formado pelas empresas Tex, União, Itamarati, Cruz e Elux, para ampliar os serviços de entrega multimodal e fortalecer o conceito de entrega de última milha, aliando a eficiência do transporte rodoviário com o alcance da rede da empresa.

### A menor exposição internacional deve ajudar na recuperação; Classificação de Compra mantida

Acreditamos que os investidores devem prestar menos atenção aos resultados do 4T, uma vez que os números fracos já eram altamente esperados, enquanto o foco principal deve continuar a ser a gestão de liquidez e passivos. Apesar da pouca visibilidade da recuperação da demanda, vemos a GOL tomando todas as medidas necessárias para manter uma posição de balanço saudável e preservar a rentabilidade futura (ajustando a capacidade). Apesar de um cenário mais difícil de curto prazo e com persistente volatilidade à frente, a Gol continua sendo nossa Top Pick em companhias aéreas, dada sua menor exposição a rotas internacionais.

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	44,1	13,6	6,4
P/L	-5,3	-111,6	-1,4	-7,7	19,1
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3

Resumo Financeiro (R\$ 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\$ 23,10, em 17 de março de 2021.

**Tabela 1: Resumo dos Resultados do 4T20**

(R\$ milhões, IFRS16)	4T20A	4T20E	4T19A	3T20A	A/E	a/a	t/t
Transporte de passageiros	1.720	1.766	3.585	879	-2,6%	-52,0%	95,6%
Transporte de cargas e outros	172	154	219	96	11,8%	-21,5%	79,0%
<b>Receita líquida</b>	<b>1.891</b>	<b>1.920</b>	<b>3.803</b>	<b>975</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-50,3%</b>	<b>94,0%</b>
Salários e benefícios	(490)	(384)	(647)	(366)	-27,7%	24,2%	-34,1%
Combustíveis e lubrificantes	(573)	(466)	(1.009)	(316)	-22,9%	43,3%	-81,0%
Vendas e Marketing	(103)	(58)	(175)	(61)	-78,3%	41,3%	-69,8%
Tarifas de pouso e decolagem	(119)	(115)	(155)	(70)	-3,6%	23,0%	-71,6%
Depreciação e amortização	(277)	(275)	(459)	(183)	-0,5%	39,6%	-51,4%
Material de manutenção e reparo	(55)	(335)	(157)	(63)	83,6%	64,9%	12,4%
Serviços de aeronaves e tráfego	(263)	(231)	(320)	(263)	-14,1%	17,7%	0,0%
Outras despesas operacionais	(330)	(238)	(187)	(415)	-38,6%	-76,7%	20,3%
<b>Total despesas operacionais</b>	<b>(2.210)</b>	<b>(2.102)</b>	<b>(3.109)</b>	<b>(1.735)</b>	<b>-5,2%</b>	<b>28,9%</b>	<b>-27,4%</b>
Equivalência patrimonial	(0,4)	0	(0)	0,0	-	-	-
Juros, Receitas Financeiras/(Despesas)	402	294	(134)	(927)	36,7%	n.m.	143,3%
<b>Lucro (prejuízo) antes de impostos</b>	<b>83</b>	<b>112</b>	<b>561</b>	<b>(1.688)</b>	<b>-26,3%</b>	<b>n.m.</b>	<b>104,9%</b>
Imposto de Renda (benefícios)	(23)	(25)	(125)	(8)	6,3%	81,4%	-175,0%
Minoritários	(43)	(84)	(84)	(24)	49,4%	49,6%	-78,6%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>60</b>	<b>87</b>	<b>436</b>	<b>(1.696)</b>	<b>-31,9%</b>	<b>-86,4%</b>	<b>-103,5%</b>
<b>Lucro Líquido majoritário</b>	<b>17</b>	<b>3</b>	<b>352</b>	<b>(1.720)</b>	<b>n.m.</b>	<b>-95,2%</b>	<b>-101,0%</b>
<b>Lucro Líquido majoritário ajustado</b>	<b>(862)</b>	<b>3</b>	<b>378</b>	<b>(872)</b>	<b>n.m.</b>	<b>-327,8%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Lucro Operacional</b>	<b>(319)</b>	<b>(182)</b>	<b>694,7</b>	<b>(760)</b>	<b>75,5%</b>	<b>-145,9%</b>	<b>-58,0%</b>
Margem Operacional	-16,9%	-9,5%	18,3%	-78,0%	-7,4 p.p.	-35,1 p.p.	61,1 p.p.
<b>Lucro Operacional ajustado</b>	<b>347</b>	<b>348</b>	<b>1.006</b>	<b>114</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-65,5%</b>	<b>203,1%</b>
Margem Operacional ajustada	18,3%	18,1%	26,5%	11,7%	0,2 p.p.	-8,1 p.p.	6,6 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>(42)</b>	<b>94</b>	<b>1.153</b>	<b>(578)</b>	<b>-145,1%</b>	<b>-103,7%</b>	<b>-92,7%</b>
Margem EBITDA	-2,5%	5,3%	32,2%	-65,7%	-7,8 p.p.	-34,6 p.p.	63,2 p.p.
<b>EBITDA (ex- despesas não recorrentes)</b>	<b>133</b>	<b>94</b>	<b>1.465</b>	<b>(204)</b>	<b>41,9%</b>	<b>-90,9%</b>	<b>-165,1%</b>
Margem EBITDA	7,0%	4,9%	38,5%	-20,9%	2,1 p.p.	-31,5 p.p.	27,9 p.p.
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>559</b>	<b>624</b>	<b>1.465</b>	<b>284</b>	<b>-10,4%</b>	<b>-61,9%</b>	<b>96,6%</b>
Margem EBITDA ajustada	29,5%	32,5%	38,5%	29,1%	-3,0 p.p.	-9,0 p.p.	0,4 p.p.
<b>LPA</b>	<b>0,17</b>	<b>0,25</b>	<b>1,23</b>	<b>(4,77)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Margem líquida	3,1%	4,6%	11,5%	-174,0%	-1,4 p.p.	-8,3 p.p.	177,1 p.p.

Fonte: GOL 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)