

## GOL (GOLL4): Resultado do 1T21

### Os números ajustados do 1T21 foram ligeiramente melhores do que nossa projeção, mas abaixo do consenso

A Gol reportou um conjunto fraco (como esperado) de resultados do 1T21, com números ajustados ligeiramente melhores do que o esperado. Mais precisamente, a receita líquida totalizou R\$ 1,6 bilhão (-50% a/a, em linha conosco), enquanto o EBIT reportado caiu para R\$ 523 milhões negativos (de +R\$ 1 bilhão um ano atrás e nossa estimativa de R\$ 506 milhões). Considerando as despesas estritamente relacionadas às operações do 1T, o EBIT ajustado seria de R\$ 208 milhões (abaixo dos R\$ 938 milhões do ano passado e um pouco acima de nossa expectativa de R\$ 194 milhões). O EBITDA reportado foi de -R\$ 72 milhões (vs. R\$ 1,4 bilhão um ano atrás e nosso -R\$ 170 milhões), enquanto o EBITDA ajustado foi de R\$ 354 milhões (vs. R\$ 1,5 bilhão no ano passado e nossa projeção de R\$ 310 milhões). Por fim, o prejuízo líquido foi de R\$ 2,5 bilhões (vs. -R\$ 2,2 bilhões no ano passado e nossa estimativa -R\$ 2,2 bilhões). O resultado líquido foi afetado pelo impacto líquido de eventos pontuais: (i) eventos não-recorrentes (-R\$ 176 milhões); (ii) perdas com variação cambial (-R\$ 1,5 bilhão); e (iii) resultados não realizados de ESN e *Capped Calls* (+ R\$ 72 milhões). Por sua vez, o resultado recorrente foi negativo em R\$ 892 milhões (vs. + R\$ 173 milhões no ano passado).

### A taxa de ocupação permanece decente; Alavancagem líquida aumentou para 11,4x

Conforme já divulgado, o PRASK (receita de passageiros por assentos-quilômetros oferecidos) diminuiu 14% a/a devido ao declínio na receita líquida de passageiros e uma redução do ASK (assentos-quilômetro oferecidos) de 44% no trimestre. O RASK (receita operacional por assentos-quilômetro oferecidos) caiu 11% a/a, o rendimento líquido diminuiu 14% e a taxa de ocupação atingiu 79 % (estável a/a). Ainda, o CASK (Custo por ASK) aumentou 54% a/a (ex-despesas não recorrentes e despesas com ociosidade). O CASK ajustado ex-combustível aumentou 99% a/a. A alavancagem financeira líquida (ex-bônus perpétuos) da GOL disparou para 11,4x dívida líquida sobre o EBITDA dos últimos 12 meses (de 5,3x no último trimestre) devido ao menor EBITDA dos últimos 12 meses em comparação ao trimestre anterior e à valorização do dólar. A posição de caixa foi de R\$ 1,3 bilhão (vs. R\$ 1,8 bilhão no 4T). No 1T, foi aprovada a fusão com a Smiles. Espera-se que a transação gere R\$ 400 milhões/ano em sinergias, devido à gestão mais dinâmica do estoque de assentos, unificação das ações de marketing, otimização da gestão de yield e maior eficiência tributária. Por fim, em resposta à segunda onda da COVID, a empresa vem implementando algumas iniciativas de economia de caixa como redução de capex, renegociação com fornecedores, ajustes de custos de mão de obra, entre outros.

#### 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

##### Luiz Temporini

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Gol (GOLL4)

Data	29/04/2021
Ticker	GOLL4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	31,0
Preço (R\$)	24,1
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	8.581,42
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	225,19

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	-	19,9x
EV/EBITDA	13,8x	6,5x

#### Stock Performance:

Abril (%)	12,2%
LTM (%)	98,0%



## Aumento de capital de R\$ 512 milhões para gestão de passivos e ajuste de frota

Ontem, a Gol anunciou um aumento de capital privado de até \$ 512 milhões (~ 6% do da mkt cap), ancorado e liderado por seus acionistas controladores, os irmãos Constantino. O acionista controlador se comprometeu a subscrever até R\$ 270 milhões (referente a sua participação na Gol) a R\$ 24,19 (preço de fechamento de ontem). Todos os acionistas têm direito de preferência para subscrever ações no aumento de capital, proporcionalmente às suas respectivas participações na companhia. Os detentores de ações ordinárias da Gol têm direito de preferência para subscrever ações preferenciais, ajustado na proporção de 35 ações ordinárias para 1 ação preferencial. A receita do aumento de capital contribuirá para a gestão de passivos e o programa de ajuste da frota. Embora pequeno, acreditamos que a necessidade de levantar capital mostra o quão difícil deve ser o cenário do 2T, com o tráfego desacelerando devido à segunda onda de COVID. Pelo lado positivo, ter o financiamento do acionista controlador é uma vantagem para a Gol neste momento desafiador.

## Atualização para o investidor; 2T21 refletindo a baixa temporada e segunda onda da COVID

A Gol também divulgou suas estimativas para o 2T21, refletindo o cenário de baixa demanda e o aumento das restrições de circulação impostas pelos estados. Lembramos aos investidores que o 2T20 foi o pior momento da pandemia do ano passado, o que resulta em comparativos mais fáceis e justifica a melhora a/a. Principais destaques: (i) 114 rotas domésticas deverão ser atendidas (vs. 159 no último trimestre); (ii) ASK deve aumentar 330% a/a (-40% t/t); (iii) a frota operacional é esperada em 63 aeronaves, 3,8x maior no comparativo a/a, mas ainda respondendo por 70% da frota média operando no final do 4T20; (iv) a taxa de ocupação é de 79%; (v) receita definida para R\$ 1,0 bilhão no 2T (+ 290% a/a; -35% t/t); (vi) espera-se que a empresa tenha um consumo de caixa diário neutro; (vii) a expectativa de liquidez total é de R\$ 4 bilhões ao final do 2T, com dívida líquida ajustada de R\$ 15 bilhões; (viii) a margem EBITDA ajustada e a margem EBIT ajustada são esperadas em 11-13% (vs. 23% no 1T) e -1% a + 1% (vs. 13% no 1T), respectivamente; e (ix) um capex de R\$ 160 milhões. A empresa sinalizou que várias iniciativas são relevantes para garantir a manutenção da liquidez nos níveis esperados para o final do 2T21.

## Segunda onda, câmbio e os preços do petróleo podem ser um obstáculo; A vacina é o principal gatilho de curto prazo

Acreditamos que os investidores devem prestar menos atenção aos resultados do 1T21, 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 de nossa classificação de Compra, reconhecemos que a segunda onda crescente de Covid no Brasil e os preços mais voláteis do câmbio e do petróleo podem pressionar as ações das companhias aéreas no curto prazo. Atualizações sobre o ritmo de vacinação do país continuam sendo o principal gatilho de curto prazo.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoC (EBIT) %	100,6	62,9	-10,3	16,6	212,6
EV/EBITDA	4,9	6,8	44,1	13,8	6,5
P/L	-5,3	-111,6	-1,4	-8,0	19,9
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\$ 24,14, em 28 de Abril de 2021.

**Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – GOL**

(R\$ milhões, IFRS16)	1T21A	1T21E	1T20A	4T20A	A/E	a/a	t/t
Transporte de passageiros	1.416	1.400	2.941	1.720	1,2%	-51,8%	-17,6%
Transporte de cargas e outros	151	156	206	172	-2,7%	-26,7%	-11,9%
<b>Receita líquida</b>	<b>1.568</b>	<b>1.555</b>	<b>3.148</b>	<b>1.891</b>	<b>0,8%</b>	<b>-50,2%</b>	<b>-17,1%</b>
Salários e benefícios	(464)	(264)	(595)	(490)	-75,7%	22,0%	5,3%
Combustíveis e lubrificantes	(566)	(581)	(1.001)	(573)	2,5%	43,5%	1,1%
Vendas e Marketing	(66)	(53)	(118)	(103)	-25,6%	43,7%	35,3%
Tarifas de pouso e decolagem	(114)	(113)	(202)	(119)	-1,0%	43,4%	4,4%
Depreciação e amortização	(274)	(335)	(502)	(277)	18,4%	45,5%	1,2%
Material de manutenção e reparo	(153)	(191)	(144)	(55)	19,7%	-6,3%	-178,9%
Serviços de aeronaves e tráfego	(295)	(419)	(350)	(263)	29,5%	15,7%	-12,2%
Outras despesas operacionais	(157)	(105)	790	(330)	-50,0%	-119,9%	52,5%
<b>Total despesas operacionais</b>	<b>(2.090)</b>	<b>(2.061)</b>	<b>(2.122)</b>	<b>(2.210)</b>	<b>-1,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>5,4%</b>
Equivalência patrimonial	0,0	0	0	(0,4)	n.m.	n.m.	n.m.
Juros, Receitas Financeiras/(Despesas)	(1.962)	(2.322)	(3.244)	402	15,5%	39,5%	n.m.
<b>Lucro (prejuízo) antes de impostos</b>	<b>(2.485)</b>	<b>(2.827)</b>	<b>(2.218)</b>	<b>83</b>	<b>12,1%</b>	<b>-12,0%</b>	<b>n.m.</b>
Imposto de Renda (benefícios)	(21)	622	(43)	(23)	-103,4%	51,6%	9,1%
Minoritários	(23)	(84)	(27)	(43)	73,1%	15,2%	46,8%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(2.506)</b>	<b>(2.205)</b>	<b>(2.262)</b>	<b>60</b>	<b>-13,6%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>n.m.</b>
<b>Lucro Líquido majoritário</b>	<b>(2.528)</b>	<b>(2.289)</b>	<b>(2.288)</b>	<b>17</b>	<b>-10,5%</b>	<b>-10,5%</b>	<b>n.m.</b>
<b>Lucro Líquido majoritário ajustado</b>	<b>(892)</b>	<b>(2.289)</b>	<b>173</b>	<b>(862)</b>	<b>61,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-3,5%</b>
<b>Lucro Operacional</b>	<b>(523)</b>	<b>(506)</b>	<b>1.025,4</b>	<b>(523)</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-151,0%</b>	<b>0,0%</b>
Margem Operacional	-33,3%	-32,5%	32,6%	-27,6%	-0,8 p.p.	-65,9 p.p.	-5,7 p.p.
<b>Lucro Operacional ajustado</b>	<b>208</b>	<b>194</b>	<b>938</b>	<b>347</b>	<b>7,1%</b>	<b>-77,8%</b>	<b>-39,9%</b>
Margem Operacional ajustada	13,3%	12,5%	29,8%	18,3%	0,8 p.p.	-16,5 p.p.	-5,0 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>(249)</b>	<b>(170)</b>	<b>1.527</b>	<b>(246)</b>	<b>-46,3%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-1,3%</b>
Margem EBITDA	-17,6%	-12,2%	51,9%	-14,3%	-5,4 p.p.	-69,5 p.p.	-3,3 p.p.
<b>EBITDA (ex- despesas não recorrentes)</b>	<b>(72)</b>	<b>(170)</b>	<b>1.440</b>	<b>133</b>	<b>57,6%</b>	<b>n.m.</b>	<b>-154,3%</b>
Margem EBITDA	-4,6%	-10,9%	45,7%	7,0%	6,3 p.p.	-50,3 p.p.	-11,6 p.p.
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>354</b>	<b>310</b>	<b>1.440</b>	<b>559</b>	<b>14,2%</b>	<b>-75,4%</b>	<b>-36,7%</b>
Margem EBITDA ajustada	22,6%	19,9%	45,7%	29,5%	2,6 p.p.	-23,2 p.p.	-7,0 p.p.
<b>LPA</b>	<b>(7,04)</b>	<b>(6,20)</b>	<b>(6,36)</b>	<b>0,17</b>	<b>-13,6%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>n.m.</b>
Margem Líquida	-159,8%	-141,8%	-71,9%	3,1%	-18,0 p.p.	-88,0 p.p.	-163,0 p.p.

Fonte: GOL e BTG Pactual

**Tabela 2: Atualização do Investidor da GOL**

	2T21E
Variação do PIB trimestral Brasil (%) <sup>1</sup>	-2,5%
Rotas Domésticas Atendidas (média) / % 2T20	~114 / 223%
Frota Operacional Média / % do 2T20	~63 / 377%
Taxa de Ocupação (%)	~79%
Receita Operacional Líquida (R\$ bi) /% 2T20	~1.0 / 290%
Outras receitas (carga, fidelidade, outras)	15% das receitas
Margem EBITDA <sup>2</sup>	11% - 13%
Margem EBIT <sup>2</sup>	-1% - 1%
Capex (R\$ milhões)	~160
Consumo de caixa líquido (R\$ milhões/dia)	Neuro
Preço médio do combustível por litro	R\$ 3,20 - R\$ 3,30
Taxa de câmbio média	R\$ 5,40 - R\$ 5,50
Emissões globais brutas do Escopo 1 (000 mt CO <sub>2</sub> )	~314,6
Combustível total consumido (1.000 litros por RPK)	~30,0
Emissões de gases de efeito estufa / horas de voo (tCO <sub>2</sub> )	~7,4
Liquidez Total <sup>3</sup> (R\$ bilhões)	~4,2
Dívida Líquida <sup>4</sup> (R\$ bilhões)	~14,8
Relação dívida líquida / EBITDA dos últimos 12 meses <sup>4,5</sup> (x)	~11x
Receita unitária por passageiro (PRASK)	Queda ~ 15%
CASK Operacional EX- combustível <sup>2</sup>	Queda ~ 27%
Demanda Doméstica - RPK vs. 2T20	Aumento ~ 340%
Capacidade Doméstica - ASK vs. 2T20	Aumento ~ 330%
Capacidade Doméstica - Assentos vs. 2T20	Aumento ~ 540%

Fonte: GOL e BTG Pactual

Nota: (1) Sequencial; Fonte: Banco Central do Brasil. (2) Excluindo despesas não operacionais e depreciação relacionada à ociosidade da frota e custos com pessoal de aproximadamente R\$ 950 milhões no 2T21 e R\$ 918 milhões no 2T20. (3) Caixa e equivalentes de caixa, caixa restrito, contas a receber e depósitos (não inclui ativos não onerados). (4) Excluindo bônus perpétuos e notas trocáveis. (5) Pro-forma, excluindo despesas não operacionais e depreciação.

## 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)