

Gol

Revisão de preço

03 de outubro de 2024

Por **Luan Calimério, CFA**





Gol

Revisão de preço e novo horizonte de análise

Atualizamos nosso modelo de *valuation* para GOLL4, incorporando as projeções macroeconômicas mais recentes, os últimos resultados operacionais e o plano estratégico divulgado pela companhia. Adicionalmente, estendemos nosso horizonte para o final de 2025.

Assim, apresentamos **novo preço-alvo de R\$ 1,20 para GOLL4 ao final de 2025 e elevamos nossa recomendação para Neutra.**

Em nossa avaliação, adotamos o modelo de múltiplo EV/EBITDA por entendermos ser o mais apropriado para a companhia, dada a baixa visibilidade de seus resultados. Consideramos, para tal, um múltiplo de 4,5x, em linha com a média de negociação do papel nos últimos 12 meses.

A Gol apresentou ao mercado um plano de negócios de 5 anos, sustentado por: (i) programa de investimento em motores para recuperar aeronaves a condições operacionais; (ii) crescimento de frota; (iii) expansão da malha aérea e (iv) programa de ganho de eficiência. Em nossa avaliação, consideramos o atingimento da maior parte das metas apresentadas nesse plano até 2025 (data final de nosso horizonte de análise). Para além desse prazo, mesmo com o direcionamento da companhia, entendemos que existe pouca visibilidade para projeção.

Chamamos a atenção do leitor para o fato de que a saída do *Chapter 11* é condição fundamental para a continuidade dos negócios da Gol (caso contrário, a companhia poderia ser liquidada). Portanto, apesar do cenário adverso possuir probabilidade concreta, consideramos o cenário benigno (ou seja, de saída) em nosso modelo. Para isso, estimamos a captação de US\$ 2,0 bilhões em dívida e de US\$ 1,5 bilhão em novas ações até o final de 2025, o que seria suficiente para liquidar o DIP (*debtor in possession*), financiamento realizado no âmbito do *Chapter 11*, para refinaranciar parte relevante das dívidas da companhia e para reforçar sua posição de caixa. Tal cenário representa a **diluição de mais de 95%** dos atuais acionistas.

Ticker	GOLL4	Recomendação	Neutra
Varição 30 dias	-6,4%	Preço em 02-out-2024	R\$ 1,03
Varição em 2024	-88,5%	Preço-alvo 31-dez-2025	R\$ 1,20
Varição 12 meses	-83,8%	Potencial de Valorização	16,5%

Fonte: Economática e BB Investimentos.



Gol

No desempenho econômico-financeiro, estimamos receita líquida de R\$ 18,3 e R\$ 22,3 bilhões, com CAGR de 9,04% 24-25e; EBITDA de R\$ 4,3 e R\$ 6,3 bilhões, CAGR de 11,8% 24-25e; e lucro líquido de R\$ 875 e R\$ 710 milhões 24-25e; o que levaria a companhia a uma margem EBITDA de 23% e 28% 24-25e.

Os números são fundamentados principalmente em: (i) uma expectativa de aumento relevante da oferta no mercado internacional, com uma ocupação média de 83,8% das aeronaves; e (ii) com uma recuperação mais lenta e gradual da oferta no mercado doméstico, com ocupação média de 82,7% das aeronaves. Consideramos também um consumo de combustível levemente mais eficiente à medida que novas aeronaves entram na frota, reduzindo o consumo de 28 para 27 litros/ASK, com o preço médio do petróleo projetado em 77 US\$/barril no período. E, adicionalmente, consideramos evolução estável do *yield* em patamar médio de 3%, o que implicaria em uma capacidade de repasse de, pelo menos, parte da inflação projetada nas tarifas.

Ressaltamos ao leitor que nossa mudança de recomendação, de Venda para Neutra, não configura um otimismo em relação à companhia. Mas, sim, uma avaliação de que, no cenário no qual a saída do *Chapter 11* se concretiza e o desempenho operacional se desenvolve conforme esperado, as despesas financeiras serão aliviadas (muito, porém, na conta do acionista) e o desempenho econômico-financeiro será equacionado. Este é nosso cenário base e, adicionalmente, o cenário que acreditamos estar embutido no preço da ação. Não descartamos a possibilidade de um cenário adverso, porém, acreditamos haver menos espaço para *downside* hoje do que havia no passado.



Gol

Riscos. Nossa avaliação é fundamentada em projeções e premissas que podem não se concretizar e alterar significativamente o desempenho das ações da companhia, para além ou para aquém do esperado. Além disso, o setor de aviação é altamente sensível a variáveis exógenas à companhia e de difícil mitigação, como o petróleo, o dólar e as entregas de novas aeronaves, que podem impactar a continuidade dos negócios.

Dentre os principais riscos da tese, elenca-se: *(i)* o aumento da oferta acima ou abaixo do esperado, que pode alterar a geração de receita de passageiros e impactar todas linhas de resultado; *(ii)* o preço do petróleo e/ou o câmbio acima ou abaixo do esperado, que pode alterar os custos, principalmente com combustível; *(iii)* as negociações para saída do *Chapter 11*, que podem acarretar em condições mais favoráveis ou mais desfavoráveis do que o esperado, o que pode alterar o custo de capital, o endividamento e a posição de caixa da companhia.



Gol

DRE sintética

R\$ milhões	2022	2023	2024E	2025E
Receita líquida	15.199	18.774	18.295	22.322
Transporte de passageiros	14.153	17.252	16.687	20.617
Outras receitas	1.046	1.522	1.608	1.705
Custos dos serviços prestados	-14.642	-15.435	-15.718	-17.983
Combustível de aviação	-6.288	-5.950	-5.012	-5.576
Salários e benefícios	-2.279	-2.523	-2.904	-3.582
Outros	-6.074	-6.962	-7.803	-8.825
Lucro operacional	557	3.339	2.577	4.339
Margem EBIT	4%	18%	14%	19%
Resultado Financeiro	-2.075	-4.296	-1.664	-3.628
Receita financeira	117	211	189	550
Despesas financeiras	-2.612	-3.200	-3.802	-3.976
Variações monetárias e cambiais, líquida	420	-1.307	1.949	-202
EBT	-1.518	-957	913	710
Lucro líquido do exercício	-1.561	-1.222	875	710
Margem líquida	-10%	-7%	0,0x	3%
EBITDA	2.201	5.006	4.294	6.258
Margem EBITDA	14,5%	26,7%	23,5%	28,0%
Dívida Líquida	22.619	19.385	27.114	19.184
Dívida Líquida / EBITDA UDM	10,3x	3,9x	6,3x	3,1x

Destaques operacionais

	2022	2023	2024E	2025E
Receitas c/ passageiros (R\$ milhões)	14.153	17.252	16.687	20.617
Frota operacional	110	101	142	155
ASK (milhões)	40.787	43.049	41.249	49.064
Doméstico	37.713	38.793	36.366	41.777
Internacional	3.074	4.256	4.883	7.288
RPK (milhões)	32.627	35.317	33.989	40.662
Doméstico	30.155	31.926	29.892	34.552
Internacional	2.472	3.392	4.097	6.110
Taxa de ocupação (%)	80%	82%	82%	83%
Doméstico	80%	82%	82%	83%
Internacional	80%	80%	84%	84%
PRASK (centavos)	34,7	40,1	40,5	42,0
RASK (centavos)	37,3	43,6	44,4	45,5
Yield por passageiro/quilômetro (centavos)	43,4	48,8	49,1	50,7
CASK (centavos)	35,90	35,85	38,11	36,65
CASK ex-combustível (centavos)	20,48	22,03	25,96	25,29
Combustível (mil litros)	1.113	1.221	1.150	1.328
R\$ médio / litro	6,0	4,7	4,2	4,3



Gol

Balanço patrimonial sintético

<i>R\$ milhões</i>	2022	2023	2024E	2025E
Ativo circulante	2.994	3.028	6.423	17.411
Caixa e equivalentes de caixa	573	640	469	10.070
Aplicações financeiras	0	0	0	0
Valores a receber	888	825	3.724	4.934
Estoque	439	397	543	719
Outros	1.094	1.166	1.688	1.688
Ativo não-circulante	13.977	13.698	14.663	15.808
Aplicações financeiras	0	0	0	0
Depósitos	2.280	2.291	2.709	2.709
Imobilizado	11.452	11.126	11.637	12.782
Outros	1.094	1.166	1.688	1.688
Ativo total	16.970	16.726	21.086	33.219
Passivo circulante	13.861	13.002	21.863	24.222
Empréstimos e financiamentos	1.127	1.262	8.984	9.601
Arrendamentos a pagar	1.948	1.740	1.951	2.042
Valores a pagar	6.762	5.967	5.969	7.620
Outros	4.024	4.033	4.959	4.959
Passivo não-circulante	24.468	26.892	21.447	22.410
Empréstimos e financiamentos	1.127	1.262	8.984	9.601
Arrendamentos a pagar	9.259	7.702	8.317	8.708
Outros	4.024	4.033	4.959	4.959
Passivo total	38.329	39.893	43.310	46.633
Patrimônio líquido	-21.359	-23.167	-22.224	-13.414

Fluxo de caixa livre para a firma

<i>R\$ milhões</i>	2022	2023	2024E	2025E
EBIT	557	3.339	2.577	4.339
(-) Impostos	-44	-266	-38	-0
NOPAT	513	3.073	2.539	4.339
(+) D&A	-1.644	-1.667	-1.717	-1.919
(-) Capex	-857	-872	-1.204	-1.440
(-) Δ Capital de Giro	1.379	-763	-3.564	265
(=) FCFE	2.680	3.106	-513	5.083



Glossário

Assentos-quilômetro oferecidos (ASK). Número de assentos disponíveis multiplicado pelos quilômetros voados.

Custo por ASK (CASK). Custo operacional dividido pelo total de assentos-quilômetro oferecidos.

Custo por ASK (CASK) ex-combustível. Custo operacional dividido pelo total de assentos-quilômetro oferecidos excluindo despesas com combustível.

Custo por viagem. Custo médio por voo calculado pela divisão dos custos operacionais totais pelo número total de decolagens.

Etapa média. Número médio de quilômetros voados por voo.

Fator de conclusão. Porcentagem de voos realizados.

FTE (Full-Time Equivalent). Número de funcionários equivalente assumindo período integral.

Passageiros-quilômetro transportados (RPK). Passageiros pagantes transportados em um quilômetro.

Receita de passageiros por assentos-quilômetros oferecidos (PRASK). Receita de passageiros dividida pelo total de assentos-quilômetro disponíveis.

Receita operacional por assentos-quilômetro oferecidos (RASK). Receita operacional dividida pelo total de assentos-quilômetro oferecidos.


Taxa de ocupação (load factor). Capacidade da aeronave utilizada em termos de assento.

Taxa de utilização da aeronave. Número médio de horas por dia em que a aeronave esteve em operação.

Yield. Valor médio pago por um passageiro para voar um quilômetro.



Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast
BB | Empreendedorismo e Negócios



bb.com.br/analises



bb.com.br/carteirasugerida





Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 - O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Luan Calimerio, CFA	X	X	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor Presidente BB-BI

Geraldo Morete Júnior
analises@bb.com.br

Diretor Executivo BB-BI

Kleuvânio Dias
analises@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br
Wesley Bernabé, CFA
wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Georgia Jorge
georgiadaj@bb.com.br

Bancos

Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Imobiliário

Felipe Mesquita
felipemesquita@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Serviços Financ. e Saúde

William Bertan
williambertan@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA
luan.calimerio@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Varejo

Andréa Aznar
andrea.aznar@bb.com.br

Fundos Imobiliários

André Oliveira
andre.oliveira@bb.com.br

Renda Fixa

Viviane Silva
viviane.silva@bb.com.br
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br
Fernando Cunha Filho
fernandocunha@bb.com.br