

RAFAEL FORTUNA VASTO

**AVALIAÇÃO DE UMA COMPANHIA AÉREA
BRASILEIRA EM PROCESSO DE AQUISIÇÃO
POR UMA EMPRESA DE CAPITAL
ESTRANGEIRO**

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do Diploma
de Engenheiro de Produção.

São Paulo

2016

RAFAEL FORTUNA VASTO

**AVALIAÇÃO DE UMA COMPANHIA AÉREA
BRASILEIRA EM PROCESSO DE AQUISIÇÃO
POR UMA EMPRESA DE CAPITAL
ESTRANGEIRO**

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para obtenção do Diploma
de Engenheiro de Produção.

Orientador: Professor Dr. André Leme
Fleury

São Paulo

2016

FICHA CATALOGRÁFICA

Vasto, Rafael Fortuna

Avaliação de uma companhia aérea brasileira em processo de aquisição por uma empresa de capital estrangeiro. / R. F. Vasto – São Paulo, 2016. 137p.

Trabalho de Formatura – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção

1. Transportes Aéreos 2. Análise Estratégica 3. Análise Financeira 4. Modelagem I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II. t.

DEDICATÓRIA

A todos os envolvidos neste trabalho

*“Air transport is just a glorified bus
operation”*

(M. O'Leary, CEO Ryanair)

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo amor incondicional, dedicação e base para todas as minhas conquistas.

Ao Professor Mauro Zilbovicius, pela orientação e apoio no desenvolvimento deste trabalho.

Aos meus amigos e colegas, pelos momentos de diversão e de apoio.

A todos de alguma forma envolvidos nesta jornada.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo a avaliação da estratégia, situação financeira e ultimamente do valor da companhia GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (BM&FBOVESPA: GOLL4 e NYSE: GOL), contextualizada em um cenário teórico de aquisição pela Delta Airlines (NYSE: DAL).

A primeira parte é um levantamento bibliográfico, onde serão discutidas as grandes teorias do tema, além de práticas de avaliação e ferramentas clássicas que serão importantes para a avaliação estratégica e valoração da companhia.

A segunda parte é o levantamento da situação atual da empresa e do mercado em que ela se encontra, além da contextualização de um processo de aquisição teórico, definindo assim a base para entendimento do valor da companhia.

A terceira parte é a realização de análises e aplicação de ferramentas no contexto de avaliação da empresa, de forma a determinar o panorama futuro das operações, como estas são traduzidas no valor da companhia e como uma companhia investidora pode interpretar tais fatos.

O trabalho foi realizado em uma empresa de capital aberto e em uma indústria com grande riqueza de informações. Também, acredita-se que as análises, conhecimentos e metodologia tem grande semelhança e inspiração nos estágios realizados pelo autor, na área de *M&A* de um banco de investimentos e em uma consultoria estratégica, apesar do não envolvimento direto com a companhia estudada por meio do estágio.

Palavras-chave: Aviação Civil, Transportes Aéreos, GOL, Delta, Análise Estratégica, Análise Financeira, Finanças Corporativas

ABSTRACT

This monograph aims to assess the strategy, financial position and ultimately the value of the company GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (BM&FBOVESPA: GOLL4 e NYSE: GOL), in the context of a theoretical acquisition by Delta Airlines (NYSE: DAL).

The first part is a literature study, where the major theories of the subject will be discussed, in addition to valuation topics and commonly used tools that will prove important for the strategic assessment of the company and its monetary valuation.

The second part comprises the analysis of the aviation sector in Brazil and the company itself, ending with the discussion of a theoretical possible transaction, in order to establish the foundation for the evaluation of the company value.

The third part engages in the analysis related to the company valuation, in order to determine its future operations scenario, how this is translated into the company value and how an investor company may interpret such facts.

The subject company of this study is a publicly traded company, in an industry with great information richness. In addition, the knowledge and methodology applied show significant similarity with the tasks and jobs performed by the author in the Mergers and Acquisitions division of an investment bank and in a strategic management consulting firm.

Key words: Civil Aviation, Air Transportation, GOL, Delta, Strategic Analysis, Financial Analysis, Corporate Finance

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Alocação de slots no aeroporto de Congonhas.....	57
Tabela 2 - 15 maiores transações de M&A no setor de transportes aéreos.....	65
Tabela 3 - Quadro de Transações de M&A no mercado brasileiro	68
Tabela 4 - Quadro situacional da Varig pré-venda.....	69
Tabela 5 - Quadro de participação estrangeira em empresas brasileiras.....	70
Tabela 6 - Composição do Capital Social – Oferta Pública de Ações	79
Tabela 7 - Composição da dívida em 30/12/2015.....	85
Tabela 8 - Panorama geral da permuta de bonds.....	86
Tabela 9 - Comparação de risco segundo agências.....	98
Tabela 10 - Aumento de participação histórico da Delta na GOL	99
Tabela 11 - Composição acionária da GOL.....	102
Tabela 12 - Projeção da Frota de Aeronaves	106
Tabela 13 - Projeção de ASK.....	107
Tabela 14 - Projeção do PRASK	109
Tabela 15 - Projeção de Custos e Despesas Operacionais - Variáveis em ASK	111
Tabela 16 - Projeção de Custos e Despesas Operacionais	113
Tabela 17 - Projeção da Depreciação e Amortização.....	113
Tabela 18 - Comparação entre o modelo e expectativa da companhia	115
Tabela 19 - Evolução do CAPEX - Adições Líquidas	116
Tabela 20 - Projeção dos dias de Capital de Giro	118
Tabela 21 - Estimativa do Beta pela metodologia bottom-up	118
Tabela 22 - Histórico do custo da dívida de longo prazo	119
Tabela 23 - Estimativa do Custo de Dívida líquido do IR.....	119
Tabela 24 - Estimativa do Custo de Capital Próprio pelo ICAPM	120
Tabela 25 - Estimativa do Custo de Capital Ponderado (WACC).....	120
Tabela 26 - Projeção dos Fluxos de Caixa Livre para a Firma.....	121
Tabela 27 - Valor Presente dos FCLF	121
Tabela 28 - Estimativa do Crescimento em perpetuidade	121
Tabela 29 - O Valor da Companhia.....	122
Tabela 30 - Análise de Sensibilidade para FX e Brent em 2017	123
Tabela 31 - Companhias Comparáveis	124
Tabela 32 - Dados de mercado de empresas comparáveis para cálculo do EV/EBITDAR.....	125
Tabela 33 - Valor da Firma e EBITDAR das empresas comparáveis	125
Tabela 34 - Valuation GOL pelos múltiplos comparáveis.....	126
Tabela 35 - O Valor da Firma pelo método de múltiplos	126
Tabela 36 - Múltiplos históricos GOL	127
Tabela 37 - Panorama Geral de Equity Research acerca de GOLL4	128

Lista de Ilustrações

Figura 1 - 5 forças competitivas segundo Porter (2005)	28
Figura 2 - Estratégias competitivas genéricas segundo Porter (2005)	30
Figura 3 - Business Canvas Model adaptado de Osterwalder (2011)	32
Figura 4 - Esquema da Demonstração do Resultado do Exercício	36
Figura 5 - Esquema do Balanço Patrimonial.....	38
Figura 6 - Esquema da Demonstração dos Fluxos de Caixa segundo o método indireto	39
Figura 7 - Reconciliação do EVITAR	40
Figura 8 – Percentual de gastos com combustível em função do preço do barril de petróleo	53
Figura 9 - Regressão linear do PIB e RPK no mercado brasileiro	54
Figura 10 - Evolução do FX USD/BRL	55
Figura 11 - Demanda por transportes aéreos em 2015 - RPK por mês.....	56
Figura 12 - Evolução do Yield Médio de Tarifa Nacional.....	58
Figura 13 - Evolução da quantidade de passageiros pagos transportados	60
Figura 14 - Evolução do modal aéreo frente ao rodoviário	61
Figura 15 - Load Factor - Variação ano a ano	62
Figura 16 - ASK Doméstico - Variação ano a ano	63
Figura 17 - Originação de ASK por região, em bilhões	64
Figura 18 - Limite de capital estrangeiro na aviação civil com direito a voto	66
Figura 19 - Resultado líquido da indústria de aviação no Brasil (R\$ Milhões)	67
Figura 20 - Variação do ASK entre 2005 e 2014 - mercado internacional	70
Figura 21 - Evolução do % de vendas de passagens pelo website GOL - Anos Iniciais	76
Figura 22 - Evolução do market-share doméstico (RPK Pago) – Anos Iniciais	77
Figura 23 - Expansão da Frota – Anos Iniciais	77
Figura 24 - Evolução ASK e destinos atendidos (total) - Anos Iniciais.....	78
Figura 25 - Evolução de Load Factor e taxa de utilização de aeronaves – Anos Iniciais	78
Figura 26 - Evolução do lucro líquido - R\$ Milhões – Anos Iniciais	79
Figura 27 - Comparação do Load Factor e taxa de utilização de aeronaves	82
Figura 28 - Evolução do preço da ação nos últimos 5 anos	82
Figura 29 - Evolução recente em ASK e RPK.....	83
Figura 30 - Evolução recente em yield e load factor	84
Figura 31 - Dívida líquida / EBITDAR	85
Figura 32 - Parcerias estratégicas da GOL	86
Figura 33 – Build-up da frota.....	87
Figura 34 - Evolução da receita líquida segmentada.....	88
Figura 35 - Evolução do yield, load factor e PRASK.....	89
Figura 36 - Custo com combustível em comparação com FX Rate e preço do barril de petróleo	89
Figura 37 - Breakdown de custos e despesas operacionais, 2015	90
Figura 38 - Evolução dos custos unitários em função da distância de voo	91
Figura 39 - Evolução recente do lucro líquido.....	91
Figura 40 - Top 10 países em receita internacional em 2014 (USD bilhões).....	95
Figura 41 - Evolução de ASK em função das decolagens	108

Figura 42 - Evolução da Receita Líquida	110
Figura 43 - Evolução do EBITDAR e Margem EBITDAR	114
Figura 44 - Evolução do CAPEX como percentual da Receita Líquida	117
Figura 45 - EV/EBITDAR das companhias comparáveis para 2015, 2016 e 2017	126
Figura 46 - Panorama Geral de múltiplos históricos	127

Lista de Equações

Equação 1 - Estrutura sintética da DRE	35
Equação 2 - Equação fundamental do Balanço Patrimonial	37
Equação 3 - Cálculo da variação do Caixa	39
Equação 4 - Cálculo do Valor Presente dos Fluxos de Caixa	41
Equação 5 - Cálculo do Valor Presente em perpetuidade	42
Equação 6 - Relação entre o valor da firma e para os acionistas.....	42
Equação 7 - Cálculo do FCFF.....	42
Equação 8 - Cálculo do WACC	43
Equação 9 - Risco esperado de um ativo pelo método CAPM	43
Equação 10 - Cálculo do custo líquido da dívida.....	44
Equação 11 - Definição genérica de um múltiplo	46
Equação 12 - Cálculo de ASK	50
Equação 13 - Cálculo de RPK.....	51
Equação 14 - Cálculo da taxa de ocupação (Load Factor)	51
Equação 15 - Componentes considerados para formação da tarifa	51
Equação 16 - Cálculo do Rendimento (Yield)	51
Equação 17 - Cálculo do RASK / CASK	52
Equação 18 - Cálculo da distância média do trecho	52
Equação 19 - Ajuste de RASK e CASK para comparação entre empresas	52
Equação 20 - Cálculo de ASK	106
Equação 21 - Cálculo do PRASK.....	108
Equação 22 - Cálculo de alavancagem do beta.....	118
Equação 23 - Múltiplo EV/EBITDAR.....	124

Sumário

1. Introdução	23
1.1. Objetivo, escopo e estrutura	23
1.2. Estágio e relação com a empresa	24
1.3. Justificativa / Motivação	24
2. Revisão Bibliográfica	27
2.1. Análise estratégica	27
2.1.1. Análise da indústria	27
2.1.2. Estratégias competitivas genéricas	30
2.3. Contabilidade e finanças	35
2.3.1. Demonstração de resultado do exercício (DRE)	35
2.3.2. Balanço patrimonial (BP)	37
2.3.3. Demonstração do fluxo de caixa (DFC)	38
2.3.4. EBITDA e EBITDAR	39
2.4. Avaliação de empresas	40
2.4.1. O fluxo de caixa descontado	41
2.4.2. Avaliação comparativa	45
3. O setor de aviação civil	47
3.1. Características gerais	47
3.1.1. História e evolução – Brasil	47
3.1.2. Modelo de negócios	47
3.1.3. Principais métricas utilizadas	50
3.1.4. Especificidades e dificuldades	52
3.2. Cenário atual	60
3.3. Cenário de consolidação setorial	65
3.3.1. Regulação	66
3.3.2. Casos de <i>M&A</i>	68
3.3.3. Perspectivas	69
4. Apresentação da empresa	73
4.1. Fundação e características	73
4.2. Evolução	76
4.3. Panorama atual	81

4.4.	Resumo financeiro.....	88
5.	Contextualização da aquisição	93
5.1.	Delta	94
5.2.	Análise Estratégica.....	95
5.2.1.	Sinergias.....	96
5.2.2.	Momento de mercado.....	98
5.3.	Transação possível.....	99
5.3.1.	Transação esperada.....	99
5.3.2.	Operações.....	101
5.3.3.	Modelo de transação.....	102
6.	Avaliação da empresa.....	105
6.1.	Fluxo de Caixa Descontado.....	105
6.1.1.	<i>Available Seat Kilometers</i> - ASK.....	106
6.1.2.	Crescimento da receita.....	108
6.1.3.	Custos e despesas operacionais	110
6.1.4.	EBITDAR	114
6.1.5.	CAPEX	115
6.1.6.	Capital de giro.....	117
6.1.7.	Custo de capital	118
6.1.8.	Fluxo de caixa descontado	120
6.1.9.	O valor da companhia.....	121
6.1.10.	Análise de sensibilidade para FX e Brent.....	123
6.2.	Múltiplos de avaliação.....	124
6.3.	Expectativa de mercado	127
6.4.	Resultados	129
7.	Considerações Finais	131
8.	Referências Bibliográficas.....	133
	Anexo A - Demonstrativo do Resultado do Exercício	135
	Anexo B - Balanço Patrimonial	136
	Anexo C - Demonstração do Fluxo de Caixa.....	137

1. Introdução

O desenvolvimento deste documento surgiu de forma conjunta ao trabalho do autor em um banco de investimentos e em uma consultoria estratégica, baseado adicionalmente em ferramentas e conteúdo aprendidos durante o curso de engenharia de produção na USP. No processo, foi desenvolvida a relação com um problema hipotético embasado em fatos reais, sendo aplicados conteúdos teóricos para a avaliação de uma empresa do mercado.

1.1. Objetivo, escopo e estrutura

Esse trabalho tem como objetivo apresentar a empresa GOL e desenvolver o cenário de uma aquisição pela Delta Airlines, se valendo de conceitos financeiros e estratégicos.

Especificamente, o trabalho compreende um estudo teórico nas áreas de estratégia e finanças corporativas, seguido de uma análise do setor de transportes aéreos no Brasil e do posicionamento da empresa neste mercado, culminando em uma avaliação fundamentalista acerca do investimento na mesma segundo a problematização adotada.

Quanto ao escopo do projeto, o foco foi mantido principalmente na análise estratégica da companhia e em suas operações, recorrendo-se a ferramentas para se compreender os principais aspectos destas e o seu impacto em uma eventual decisão de investimento, não fazendo parte do escopo deste trabalho uma recomendação prática acerca do posicionamento da Delta na companhia brasileira. Para o desenvolvimento das análises, foram utilizados dados de livre acesso pelo mercado, especialmente as publicações do portal de relacionamento com investidores e da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), que serviram como fonte para adoção de premissas e de conclusões segundo a metodologia utilizada.

Ainda, análises que não faziam parte do resultado esperado ou que fugiam do escopo acima mencionado, não foram abordadas. Destaca-se também, que qualquer decisão acerca de um investimento como o problematizado neste trabalho requer uma análise mais profunda e assertiva em setores específicos da empresa, ainda assim não extinguindo potenciais riscos.

1.2. Estágio e relação com a empresa

Durante o ano de 2016, o autor deste trabalho realizou um estágio no banco de investimentos *Credit Suisse* e adicionalmente na consultoria estratégica *Mckinsey & Company*. Em relação ao primeiro, o autor foi envolvido na área de Fusões e Aquisições do banco, trabalhando diariamente com projetos de *M&A* (do inglês, *Mergers and Acquisitions*), prestando especialmente assessoria de venda. Durante o estágio na consultoria, o autor foi alocado em projetos com clientes, com rotações constantes em diversas indústrias e setores de atuação.

Devido às habilidades desenvolvidas nos estágios, criou-se a possibilidade de desenvolver um projeto de avaliação financeira da empresa em questão, valendo-se de conceitos utilizados em uma consultoria estratégica e de ferramentas e procedimentos utilizados pelo mercado.

A escolha pela GOL surgiu através do relacionamento indireto com a mesma, como cliente e como filho de um funcionário da mesma, atuante no setor de aviação civil há mais de 30 anos, e que indicou o cenário de reestruturação e reformulação estratégica, além de especulações acerca de uma possível venda da companhia.

Especificamente, a empresa passa por um processo de reestruturação, com mudanças em suas operações e no relacionamento com importantes *stakeholders*, com a necessidade de redução de custos e principalmente de uma adequação de sua estrutura ao cenário macroeconômico atual.

Por fim, destaca-se que a GOL é uma empresa de alta expressão no mercado nacional e sob a perspectiva de investimentos, divide a opinião do mercado, conforme visto ao longo deste trabalho.

1.3. Justificativa / Motivação

Nas últimas décadas, o setor de transportes aéreos brasileiro enfrentou um expressivo crescimento, acompanhado de um aumento significativo na competição e de diversas mudanças estruturais. O aparecimento de novos modelos de negócios, a desregulamentação do setor, o desenvolvimento macroeconômico do país e da tecnologia de aeronaves, entre outros fatores, serviram como base para a reformulação de diversos aspectos do transporte aéreo nacional, que aproximadamente triplicou de tamanho nas últimas duas décadas.

Este crescimento, entretanto, foi marcado por uma série de mudanças estruturais na indústria, de forma que é possível observar uma forte dinâmica de entrada e saída de companhias do mercado. De fato, das três maiores companhias atuantes no Brasil na década de 90, nenhuma se encontra em operação atualmente. No outro extremo, observa-se que a liderança no mercado atual é mantida por empresas de histórico recente, impulsionadas por uma maior eficiência operacional e modelos de negócios inovadores.

Neste sentido, destaca-se que o setor de transportes aéreos não apenas nacional, mas também global, é marcado por diversas dificuldades, a serem delineadas neste trabalho. Estas, por sua vez, tornam ainda mais relevante a dinâmica de companhias observada, de forma que a formação de parcerias, casos de aquisições, fusões, falências, ou o surgimento de novas propostas de negócio são comuns. Em uma frase icônica, Richard Branson, fundador da Virgin Atlantic diz que *“para se tornar milionário, basta ser um bilionário e fundar uma empresa aérea”*, destacando o cenário de dificuldades apontado.

Assim, em meio ao panorama recente brasileiro de instabilidade política e retração econômica, marcado por uma diminuição na demanda por transportes aéreos e pela alteração de variáveis críticas para a operação de uma companhia aérea, é delineado um cenário de possível consolidação setorial, de forma a justificar a relevância de um estudo segundo esta proposta.

Ademais, destaca-se que o estudo de uma companhia aérea para fins de investimento possui um caráter multidisciplinar, na medida que exige o entendimento profundo das operações no setor e sua posterior tradução em aspectos financeiros.

Finalmente, apesar de o setor aéreo ser altamente regulamentado e oferecer uma série de informações ao público, vale ressaltar que a bibliografia e estudos sobre o mercado brasileiro são considerados restritos, o que torna este setor oportuno para diversas vertentes de pesquisa.

2. Revisão Bibliográfica

Neste capítulo são apresentados dois pilares principais para a avaliação fundamentalista acerca do investimento da Delta na GOL. Um conjunto de ferramentas e bibliografia que serão utilizados para se avaliar o direcionamento estratégico da GOL, além de ferramentas teóricas e práticas de avaliação financeira, para tradução das análises levantadas em resultados financeiros.

2.1. Análise estratégica

O termo estratégia vem do grego *stratego*, que significa general. É um conceito ligado ao planejamento e que durante muitos séculos foi aplicado em diversos contextos, como na obra “A Arte da Guerra”, de Sun Tzu, que servia de ferramenta para o triunfo em guerras. (CARVALHO; LAURINDO, 2010).

A partir da década de 50, tal conceito passou a ser adotado no mundo de negócios, sendo atualmente um importante pilar para o desenvolvimento das empresas.

2.1.1. Análise da indústria

Segundo Porter (2005), a essência da formulação estratégica empresarial é enfrentar a competição. Na disputa pelo mercado, clientes, fornecedores, entrantes em potencial, produtos substitutos e competidores atuam como concorrentes, estabelecendo um estado de competição na indústria, que determina, em última instância, as perspectivas de ganhos das empresas.

Assim, Porter (2005) delineou cinco forças competitivas básicas cuja análise proporciona um panorama do ambiente no qual uma empresa se encontra, de forma que seu entendimento se torna essencial para a avaliação da estratégia competitiva de uma organização.

O quadro a seguir ilustra as cinco forças competitivas:

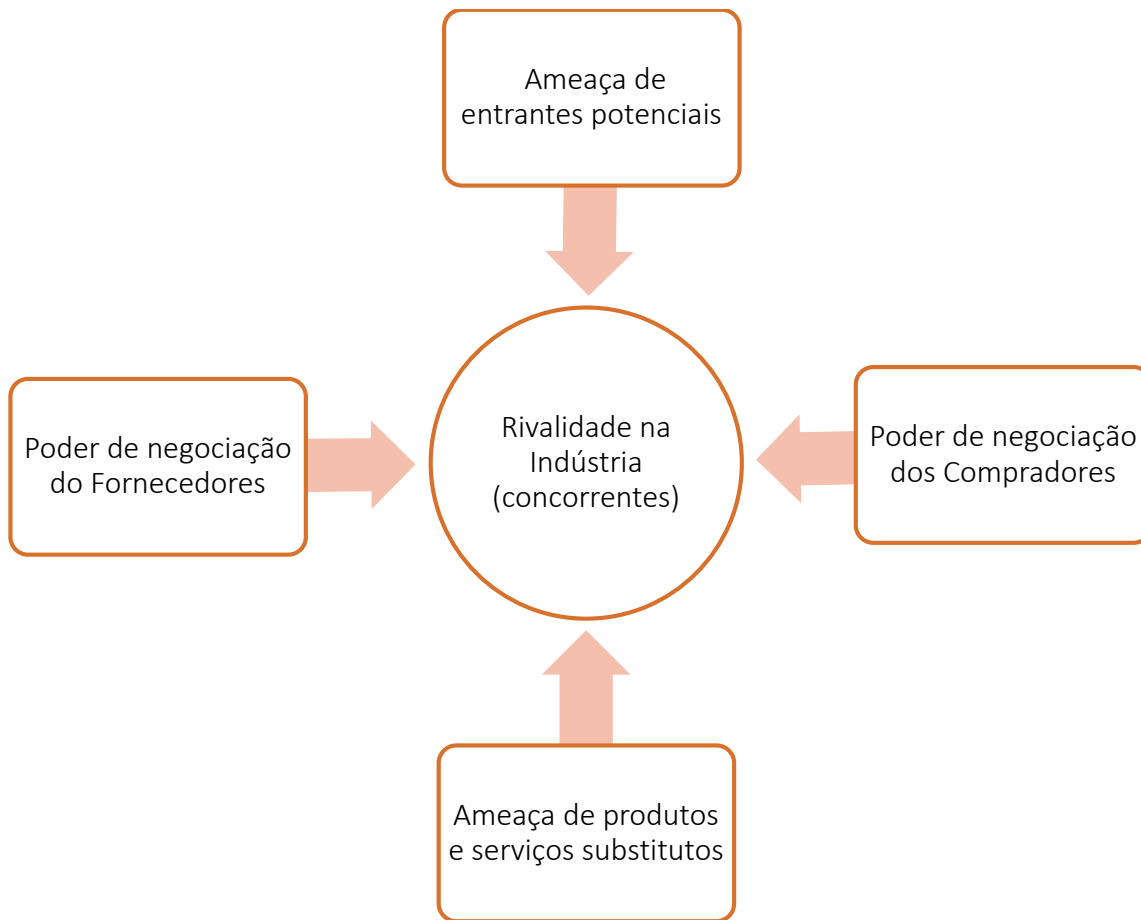


Figura 1 - 5 forças competitivas segundo Porter (2005)

Poder de negociação dos fornecedores

De acordo com Porter (2005), os fornecedores podem exercer uma maior ou menor força de negociação com uma empresa, a depender de seu tamanho e concentração, podendo deliberar preços, estipular prazos, nível de qualidade, condições de pagamento, entre outros diversos fatores.

Neste sentido, setores nos quais o fornecimento é dominado por poucas empresas, ou que possuem produtos exclusivos e diferenciados, entre outros fatores que aumentam seu poder de barganha, são caracterizados por fornecedores com maior força.

Poder de negociação dos clientes

Segundo Porter (2005), clientes representam os compradores atuantes na indústria, que procuram entre concorrentes os melhores preços e qualidade. De forma análoga ao caso dos fornecedores, podem exercer uma maior ou menor força de negociação com uma empresa, a

depender, por exemplo, do seu volume de compra, de sua concentração, de sua sensibilidade a preços, da sua facilidade de migração entre produtos/fornecedores, entre outros.

Ameaça de novos entrantes

A entrada de novas empresas na indústria geralmente está associada a investimentos substanciais e a novas capacidades e recursos, além do forte desejo de se ganhar participação de mercado. Assim, esta entrada pode causar queda de preços e aumento de custos, afetando a lucratividade. Como forma de medir o efeito desses novos entrantes, sejam eles provenientes de outros mercados ou não, é necessário considerar as barreiras de entrada e a reação esperada por parte dos participantes estabelecidos (PORTER, 2005).

Neste sentido, Porter (2005) identifica seis componentes das barreiras de entrada: (i) Economias de escala; (ii) diferenciação do produto; (iii) exigências de capital; (iv) desvantagens de custo; (v) acesso aos canais de distribuição; e (vi) políticas governamentais.

Ameaça de produtos ou serviços substitutos

Pode-se dizer que a concorrência não é proveniente apenas de empresas competidoras ou de produtos similares, mas também de produtos ou serviços substitutos. Segundo Porter (2005), quanto maior o custo-benefício oferecido por estes, maior será a sua pressão sobre a indústria, de forma que substitutos impõem um teto ao aumento de preços.

Vale ressaltar que o reconhecimento destes produtos e serviços muitas vezes não é intuitivo, podendo ser proveniente de indústrias distintas, e até mesmo desconexas.

Rivalidade entre concorrentes

Em indústrias com grande nível de rivalidade, a concorrência pode prejudicar sua atratividade e lucratividade. Segundo Porter (2005), esta rivalidade é estabelecida através de manobras por posicionamento que incluem competição nos preços e produtos ofertados e em campanhas publicitárias.

Ainda, segundo Laurindo (2010), em mercados estagnados, o crescimento de uma empresa está condicionado à redução de participação de mercado de outros concorrentes, o que ocorre em menor intensidade em mercados que apresentam crescimento mais expressivo.

2.1.2. Estratégias competitivas genéricas

Posteriormente à análise da indústria, torna-se necessário o entendimento das estratégias genéricas para atuação de uma empresa no cenário levantado. Neste sentido, podem ser construídas três estratégias genéricas consistentes, de forma a enfrentar as forças do mercado e superar os concorrentes na indústria (PORTER, 2005), vide quadro a seguir:

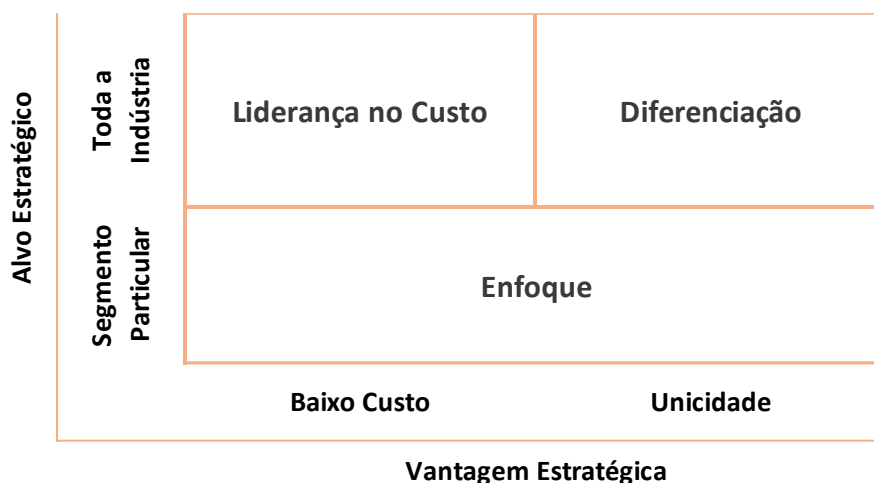


Figura 2 - Estratégias competitivas genéricas segundo Porter (2005)

Liderança no custo total

Para o atingimento da liderança, a meta principal desta estratégia genérica é a manutenção de custos baixos em relação aos concorrentes, sem se ignorar a qualidade, o atendimento, e outras áreas críticas (PORTER, 2005). Para isso, torna-se necessário operações a um nível de escala eficiente, com uma rígida gestão de custos e despesas na produção e em toda a empresa.

Essa posição confere à empresa retornos acima da média do mercado, e traz maior proteção contra o aumento de custos de mão de obra, matéria prima e insumos. Adicionalmente, a liderança no custo promove o aumento de barreiras de entrada criadas devido a economias de escala e vantagens em custos.

Para isso, destaca-se o alto investimento inicial necessário, além de prejuízos nos primeiros anos de operação. Com o decorrer do tempo, a manutenção de margens superiores possibilita a reutilização de recursos em investimentos, que ajudam empresas com esta estratégia a se manterem na liderança (PORTER, 2005).

Neste sentido, Carvalho e Laurindo (2010) apontam que alguns requisitos são importantes para atingir esse cenário, além dos já citados neste texto: engenharia de processo, baixos custos

logísticos, controle organizacional frequente e também incentivos baseados em metas quantitativas.

Diferenciação

Segundo Porter (2005), esta estratégia consiste em diferenciar o produto ou o serviço oferecido pela empresa, criando algo que seja considerado único no âmbito de toda a indústria. Os meios para obtenção são diversos, como através de projetos diferenciados, imagem da marca, tecnologia de ponta, atendimento diferenciado, entre outras, e geralmente não se restringe a apenas uma dimensão.

Carvalho e Laurindo (2010) citam alguns recursos, habilidades e requisitos importantes. Habilidades em marketing, qualidade, tecnologia e criatividade, além de tradição no mercado, incentivos subjetivos, gestão do conhecimento e atração de talentos são necessários para a liderança nessa estratégia.

Enfoque

A última estratégia consiste em focar em um determinado grupo de clientes, em um segmento específico. A empresa satisfaz as necessidades de um segmento em particular, seja por um custo menor que o mercado, um produto ou serviço personalizado um mesmo ambos. É uma estratégia que envolve um *trade-off*, já que se abre mão de um maior volume de venda em busca de maior rentabilidade (PORTER, 2005).

2.2. Modelo de negócios

Um modelo de negócios tem como função descrever a lógica de criação, captura e entrega de valor (OSTERWALDER 2011), devendo ser simples, compreensível e relevante. O *Business Canvas Model*, tratado nesta seção, é baseado em nove blocos em quatro áreas distintas, descrevendo os principais aspectos de um modelo de negócios: consumidores, oferta, infraestrutura e viabilidade financeira. O quadro a seguir ilustra o modelo:

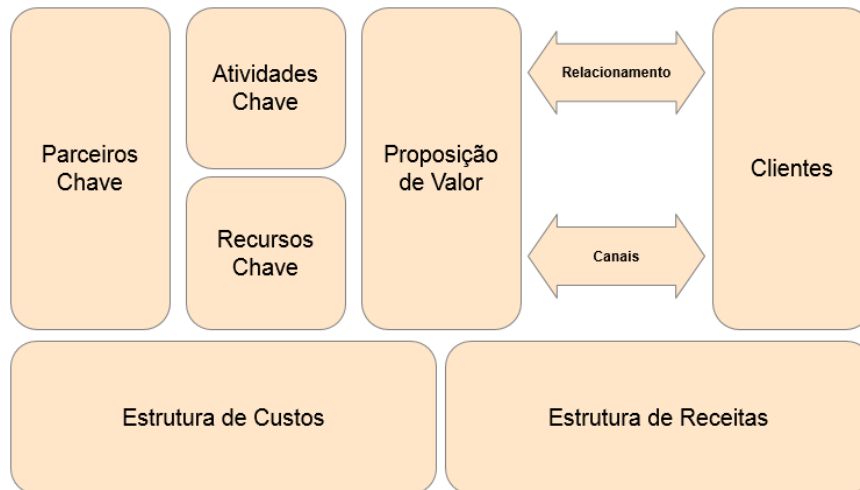


Figura 3 - Business Canvas Model adaptado de Osterwalder (2011)

Clientes

Segundo Osterwalder (2011), a dimensão de clientes representa o centro de um modelo de negócios e define os diferentes segmentos, grupos de pessoas ou organizações que uma empresa deseja atingir e servir. Através da definição desses grupos pelo agrupamento de comportamentos, necessidades e atributos semelhantes, torna-se possível desenvolver uma oferta distinta, canais de distribuição diferenciados, entre outros, que levarão a diferentes rentabilidades e interesse em diferentes aspectos do produto ou serviço (OSTERWALDER, 2011).

Proposição de valor

Este bloco descreve o conjunto de produtos e serviços que criam valor para um determinado segmento de clientes. Segundo Osterwalder (2011), a proposição de valor representa o motivo da escolha pelo cliente por uma empresa em detrimento de suas concorrentes, solucionando um problema ou atendendo a uma necessidade.

Os valores podem ser quantitativos, tais como preço e prazo do serviço, ou qualitativos, como design, experiência do cliente, entre outros. Ainda, podem ser radicais, trazendo uma oferta totalmente diferenciada, ou incrementais, trazendo oferta semelhante ao que atualmente existe no mercado, adicionando somente alguns novos atributos.

Canais de distribuição

Segundo Osterwalder (2011), esta dimensão permite à empresa atingir os segmentos de cliente além de comunicar sua proposição de valor. Por meio da comunicação, distribuição e dos canais

de venda, a empresa constitui a interface com o cliente, desempenhando uma importante função para sua experiência.

Os canais de distribuição desempenham diversas funções, desde aumentar a percepção dos clientes acerca dos produtos e serviços, até a entrega de valor e um eventual suporte pós-venda.

Ainda, a escolha do tipo de canal pode variar conforme o conhecimento e capacidade da empresa, já que apesar de canais diretos serem mais lucrativos, os mesmos são mais complicados e exigem mais recursos para serem implementados

Relacionamento com os clientes

Nesta dimensão, é definido o tipo de relacionamento que a empresa deseja criar com seus clientes. Essas relações podem ser pessoais ou automatizadas, seguindo as seguintes motivações: aquisição, retenção ou aumento de vendas. Por ser um importante fator de interface, tem grande influência na experiência geral dos clientes.

Fontes de receita

Este bloco se refere à venda que a companhia gera através de cada segmento. Neste sentido, torna-se necessário o entendimento do valor real pelo qual um segmento de clientes está disposto a pagar. No que tange o mecanismo de precificação, pode-se recorrer a métodos de precificação estática, como uma tabela de preços fixa, ou a mecanismo de precificação dinâmica, dependente de volume ou do mercado, da gestão de margens de rendimento, ou simplesmente da barganha.

Ainda, destacam-se outras formas adicionais de obtenção de renda, como através da venda de ativos, taxa de utilização pelo tempo, taxa de assinatura, empréstimo, aluguel ou leasing, licenciamento, taxas de corretagem e propaganda.

Recursos chave

Segundo Osterwalder (2011), esta dimensão abrange os recursos necessários para o funcionamento do modelo de negócio. Estes ajudam a oferecer uma proposição de valor, alcançar mercados, manter relacionamentos garantir receitas, podendo variar conforme o tipo de negócio em que a empresa se encontra.

Ainda, podem ser classificados em 4 grandes grupos: físico, intelectual, humano e financeiro.

Atividades chave

Este bloco se refere às ações mais importantes para que uma empresa possa operar de forma bem-sucedida. Destaca-se que estas atividades ajudam a oferecer uma proposição de valor, alcançar mercados, manter clientes e garantir receita. Segundo Osterwalder (2011), estas atividades são classificadas em: produtivas, de resolução de problemas e de plataforma e rede.

Parceiras Chaves

Esta dimensão descreve a rede de fornecedores e parceiros que viabilizam o modelo de negócios de uma companhia.

Neste sentido, vale ressaltar que a formação de parcerias e alianças diversas pode trazer importantes benefícios para uma empresa, ajudando na otimização de operações, na diluição de risco ou suportando a aquisição de recursos. De fato, Osterwalder (2011) destaca que as parcerias têm se tornado um importante pilar dos modelos de negócios, podendo ser classificadas em: parcerias estratégicas entre competidores ou não competidores, *joint-ventures* visando o desenvolvimento de negócios e relação comprador-fornecedor para garantir a confiabilidade na entrega de suprimentos.

Ainda, as parcerias podem ser classificadas em:

- Otimização e economia de escala: Comum na relação entre compradores e fornecedores, é baseada na alocação de recursos visando a redução de custos. Normalmente algumas atividades podem ser passadas para parceiros, seja por terceirização ou compartilhamento de infraestrutura.
- Redução de riscos e incertezas: Não é incomum para competidores em certa área criarem alianças estratégicas em áreas distintas. É uma forma de reduzir riscos em ambientes de alta incerteza.
- Aquisição de recursos e atividades: Empresas muitas vezes passam as responsabilidades de atividades e gestão de recursos a parceiros, seja como forma de aquisição de conhecimento, licenças, ou para acessar novos consumidores.

Estrutura de custos

Esta dimensão possui grande importância, na medida se refere a todos os gastos incorridos na operação de uma empresa. A depender do modelo de negócios adotado e da indústria em questão, vale ressaltar que seu gerenciamento se torna mais ou menos central em uma empresa.

Na estrutura liderada por custos, o foco é voltado para a minimização em todas as vertentes possíveis, criando a estrutura de forma mais enxuta possível, com alta automação e terceirização extensa. Já na estrutura liderada pelo valor, a prioridade é a criação de valor, com serviço personalizado e preço elevado em comparação aos concorrentes (OSTERWALDER, 2011).

Ainda, vale mencionar duas características essenciais que podem ser exploradas por uma empresa:

- Economias de escala: redução de custo decorrente da produção em grandes volumes por grandes empresas, reduzindo o custo unitário do produto e serviço.
- Economia de escopo: redução de custo decorrente de empresas com amplos escopos de produção. Ele decorre do compartilhamento de atividades e recursos, como marketing, canais de distribuição e vendas, por exemplo.

2.3. Contabilidade e finanças

Para uma análise sob a ótica financeira dos aspectos estratégicos mencionados acima, torna-se necessário o uso de teorias e ferramentas de contabilidade e finanças. Através destas, o desempenho da empresa é registrado, podendo ser estudado e avaliado para efeito de investimento, de forma que é uma importante ferramenta para os *stakeholders* de uma empresa.

Para efeito de análise, é necessário o entendimento dos três demonstrativos financeiros e do relacionamento entre estes, além das principais métricas utilizadas pelo mercado.

2.3.1. Demonstração de resultado do exercício (DRE)

Este demonstrativo apresenta o resultado obtido por uma empresa em um determinado período do exercício, apresentando todas as receitas e despesas realizadas durante um intervalo de tempo, geralmente um trimestre, um semestre ou um ano.

Dentre suas diversas funções, destaca-se a possibilidade de mensuração da lucratividade e da eficiência das operações de uma empresa segundo diferentes critérios. De maneira sucinta, a DRE se baseia na seguinte relação:

$$\text{Lucro} = \text{Receitas} - \text{Despesas}$$

Equação 1 - Estrutura sintética da DRE

O quadro abaixo apresenta a construção deste demonstrativo:

Receita Bruta
(-) Deduções da Receita
(=) Receita Líquida
(-) Custos de Mercadorias e Serviços
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas com Vendas e Marketing
(-) Despesas Gerais e Administrativas
(-) Outras Despesas Operacionais
(=) Lucro Operacional (EBIT)
(+) Resultado Financeiro
(+) Resultado Não Operacional
(=) Lucro antes dos Impostos (EBT)
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
(=) Lucro Líquido

Fonte: Elaboração Própria

Figura 4 - Esquema da Demonstração do Resultado do Exercício

Sua construção parte da receita bruta, equivalente a todos os valores que a empresa espera receber pelos produtos vendidos ou serviços prestados no período correspondente. A partir destas, são descontadas as deduções, compostas por impostos pagos sobre a venda, além de eventuais devoluções e retornos, chegando assim à receita líquida.

A partir desta, devem ser descontados os custos diretos e indiretos relacionados à geração dos produtos e serviços, o que fornece o lucro bruto. Posteriormente, para a obtenção do lucro operacional, ou EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), devem ser descontadas todas as despesas que, embora não façam parte diretamente da produção dos bens e serviços, são necessárias para que a venda possa acontecer, dentre elas, despesas administrativas, com vendas, de desenvolvimento, entre outras.

Ainda, vale destacar que para efeito de simplificação, e dada a natureza operacional dos gastos acima mencionados, muitas empresas, a exemplo da GOL, reportam conjuntamente custos e despesas operacionais.

Entretanto, o funcionamento de uma empresa geralmente não se restringe a atividades meramente operacionais, devendo ser considerado o resultado de atividades financeiras

relativas a financiamentos e investimentos, e outras despesas diversas não relacionadas à operação da empresa no sentido estrito.

Finalmente, após ser descontada a contribuição para o governo sobre a forma de imposto de renda, obtém-se o lucro líquido, relativo à parcela resultante que pode ser destinada aos acionistas da empresa.

2.3.2. Balanço patrimonial (BP)

Diferentemente da DRE, o Balanço Patrimonial não apresenta um fluxo construído ao longo de um período, mas sim um balanço estático das contas em uma data específica. Em sentido amplo, pode-se dizer que o Balanço Patrimonial engloba o Ativo e o Passivo de uma empresa.

Por ativo, entende-se o conjunto de bens e direitos de propriedade da companhia, que podem trazer tanto benefícios presentes quanto futuros para a empresa e que possuem valor mensurável monetariamente (MARION, 2009).

O Passivo, por sua vez, pode ser definido como o conjunto de obrigações da companhia, sejam elas de curto ou longo prazo. Ainda, estas obrigações, podem ser segmentadas em duas categorias distintas, referentes a obrigações com os proprietários, ou com terceiros.

Segundo Damodaran (2012), as obrigações com terceiros (*liabilities*) possuem caráter exigível, isto é, não podem ser evitadas, e representam uma saída (ou perda de entrada) de caixa futura, em decorrência de uma transação já ocorrida. Assim, as obrigações com os proprietários (*equity*), são tratadas como não exigíveis, na medida em que dificilmente serão cobradas pelos proprietários antes de uma possível falência da companhia.

Segundo a Lei 6.404/1976, denomina-se Patrimonio Líquido o conjunto das obrigações não exigíveis de uma empresa, calculado pela diferença entre o Ativo e o Passivo (Exigível).

Assim, obtém-se a equação fundamental da contabilidade apresentada abaixo, que garante a consistência do Balanço Patrimonial, pregando que todos os bens e direitos de uma empresa (Ativo) são resultado da aplicação dos recursos financeiros empregados, sejam eles próprios (Patrimônio Líquido), ou de terceiros (Passivo).

$$\text{Ativo} = \text{Passivo} + \text{Patrimônio Líquido}$$

Equação 2 - Equação fundamental do Balanço Patrimonial

Finalmente, para o entendimento geral do Balanço Patrimonial, deve-se destacar a apresentação das contas segundo sua ordem de liquidez, de forma que itens que podem ou devem ser realizados no curto prazo são apresentados na parte superior deste demonstrativo. O quadro abaixo exibe uma representação ilustrativa do Balanço Patrimonial.

Balanço Patrimonial do período findo em XX	
Ativo	Passivo
Circulante (1)	Circulante (I)
Caixa e Equivalentes	Contas a Pagar
Contas a Receber	Empréstimos e Financiamentos
Estoques	de Curto Prazo
Não Circulante (2)	Não Circulante (II)
Realizável a Longo Prazo	Exigível a Longo Prazo
Investimentos	Empréstimos e Financiamentos
Imobilizado	de Longo Prazo
Intangível	Patrimônio Líquido (III)
	Capital
	Reservas de Lucro
	Lucro Acumulado
Total do Ativo = (1) +(2)	Total do Passivo = (I) + (II) + (III)

Fonte: Elaboração Própria

Figura 5 - Esquema do Balanço Patrimonial

2.3.3. Demonstração do fluxo de caixa (DFC)

A Demonstração do Fluxo de Caixa associa grandezas da DRE e do BP, de forma a discriminar as movimentações na conta de “Caixa e Equivalentes” de uma empresa ao longo de um período, fornecendo assim uma evolução da mesma. Assim, é uma ferramenta essencial para a previsão dos fluxos de caixa futuros de uma empresa, e conseqüentemente para uma valoração segundo o método de Fluxo de Caixa descontado, tratado no item a seguir.

Sua elaboração pode ser baseada em dois métodos distintos, isto é, de forma direta, através da discriminação de cada alteração nos componentes do Caixa de uma empresa, ou indireta, a partir do Lucro Líquido no período. Esta última é abordada abaixo.

Segundo Marion (2006), o modelo indireto indica as alterações ocorridas no giro de uma empresa (Ativo e Passivo circulantes), que provocaram aumento ou diminuição do Caixa. Ainda, destaca-se que a maioria das empresas opta pelo modelo indireto, na medida que é mais

simples e se aproxima da DOAR (Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos), relatório contábil obrigatório até o ano de 2008 (Costa *et. al.*, 2008).

De maneira geral, o modelo indireto afirma que um aumento no Ativo Circulante gera uma redução de Caixa, na medida que provoca o uso de dinheiro, sendo o contrário também válido. Ainda, a variação líquida do caixa é expressa da seguinte maneira:

$$\text{Variação líquida do caixa} = FCO + FCI + FCF$$

Equação 3 - Cálculo da variação do Caixa

Onde, FCO refere-se ao fluxo de caixa operacional; FCI ao fluxo de caixa de investimentos e FCF ao fluxo das atividades de financiamento da empresa. O quadro a seguir ilustra uma DFC genérica:

Atividades Operacionais (I)
Lucro Líquido do Exercício
(+) Depreciação
(-) Despesas Financeiras
(+/-) Resultado de Equivalência Patrimonial
(-) Variações no Ativo Circulante
(+) Variações no Passivo Circulante
(=) Caixa Líquido gerado (consumido) pelas atividades operacionais
Atividades de Investimento (II)
Investimentos no Realizável a Longo Prazo
Investimentos no Imobilizado
Investimentos em Participações
(=) Caixa Líquido gerado (consumido) pelas atividades de investimento
Atividades de Financiamento (III)
(+) Aumento de Capital
(-) Pagamento de Empréstimos
(-) Pagamento de Dividendos
(=) Caixa Líquido gerado (consumido) pelas atividades de financiamento
Variação Líquida do Caixa = (I) + (II) + (III)
Saldo existente no início do período
Saldo existente no final do período

Fonte: Elaboração Própria

Figura 6 - Esquema da Demonstração dos Fluxos de Caixa segundo o método indireto

2.3.4. EBITDA e EBITDAR

O EBITDA (sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) é uma importante métrica para a avaliação de uma empresa, sendo amplamente difundido no mercado financeiro.

Segundo Rosenbaum e Pearl (2013), o EBITDA é utilizado como uma aproximação para a geração de caixa operacional de uma companhia, pois reflete todos os custos e despesas associados à produção de bens e serviços. Assim, permite uma comparação considerada justa entre o desempenho operacional de companhias distintas em um mesmo setor, uma vez que não é afetado pela estrutura de capital adotada, tampouco pela carga tributária a qual a companhia está sujeita.

De acordo com a instrução 527/2012 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o EBITDA deve ser calculado como sendo o resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões.

Entretanto, em se tratando do setor de transportes aéreos, observa-se que um componente significativo do desempenho operacional de uma companhia aérea está relacionado a despesas de arrendamento de aeronaves, ou *leasing*. Assim, como forma de viabilizar uma comparação mais assertiva no setor, utiliza-se o EBITDAR (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent*), uma variação do EBITDA que considera estas despesas. O quadro abaixo ilustra sua reconciliação:

Lucro Líquido (E)
(-) Resultado Financeiro (I)
(+) Imposto de Renda e Contribuição Social (T)
(+) Depreciação e Amortização (DA)
(+) Arrendamento de Aeronaves (R)
(=) EBITDAR

Fonte: Elaboração Própria

Figura 7 - Reconciliação do EVITAR

2.4. Avaliação de empresas

Segundo Damodaran, (1996), são três as principais formas de avaliação de uma empresa. A primeira é a avaliação por meio de um fluxo de caixa descontado, pelo qual valor de um ativo resulta do valor presente dos seus fluxos de caixa esperados. O segundo método é a avaliação relativa, que utiliza o preço de ativos comparáveis, alavancados pela operação da empresa sendo avaliada. Esse processo se dá a partir de múltiplos que relacionam o valor do ativo com o seu

lucro, vendas, valor contábil ou outras medidas. O terceiro método envolve a avaliação por opções reais, semelhante à avaliação de um instrumento financeiro de derivativos, o qual não será tratado neste trabalho.

2.4.1. O fluxo de caixa descontado

Pode-se dizer que o objetivo geral de qualquer investidor está relacionado à maximização do seu retorno. Ao comprar um ativo, um investidor obtém o direito aos fluxos de caixa derivados do mesmo, de forma que a valoração de um ativo financeiro deve estar atrelada à sua capacidade de geração de caixa (DAMODARAN, 1996).

Assim, de acordo com a avaliação por fluxo de caixa livre descontado, o valor presente de um negócio equivale ao valor dos fluxos de caixa futuros gerados, descontados pelo custo do capital da empresa no tempo. A metodologia afirma que o fluxo de caixa livre é gerencialmente um bom conceito econômico, capaz de tornar evidente a real capacidade de a empresa remunerar seus acionistas e credores.

De acordo com Brigham *et. al.* (2010), o método do fluxo de caixa descontado é composto pelos seguintes passos: (i) estimativa dos fluxos de caixa futuros; (ii) determinação da taxa de retorno exigida; (iii) desconto dos fluxos pela taxa atribuída; e (iv) adição dos valores presentes de cada fluxo.

Assim, chamando de FC o fluxo de caixa esperado para o período de tempo t , e sendo i a taxa de desconto atribuída temos que o valor presente líquido (VPL) de um ativo é dado por:

$$VPL = \sum_{t=0}^n \frac{FC}{(1+i)^t}$$

Equação 4 - Cálculo do Valor Presente dos Fluxos de Caixa

Ainda, para Bodie *et. al.* (2012), a avaliação de uma empresa deve conter o valor presente das oportunidades de crescimento futuras. Assim, quanto mais o valor de uma empresa estiver atrelado a estas, mais sensível será o seu VPL.

Finalmente, ao investir em uma companhia, espera-se que a mesma se perpetue no tempo, de forma que seus fluxos de caixa devem ocorrer por um tempo indefinido, devendo o valor da companhia considerar este fato. Neste sentido, recorre-se à projeção de fluxos de caixa em perpetuidade a partir de um determinado período, valendo-se do conceito de soma de séries

(SERRA;WICKERT, 2014). Para isso, determina-se um valor de projeção terminal dos fluxos de caixa, sendo o valor presente dos mesmos dado segundo a fórmula a seguir, onde g é o crescimento esperado em perpetuidade:

$$VPL_{perpetuidade} = \frac{FC_{terminal}}{(i - g)}$$

Equação 5 - Cálculo do Valor Presente em perpetuidade

O fluxo de caixa

O valor de uma companhia pode ser abordado segundo a perspectiva do acionista ou da organização como um todo, considerando acionistas e credores. Em linhas gerais, destaca-se que o valor presente para o acionista é resultado da diferença entre o valor presente da firma e o valor de mercado da dívida da companhia, conforme a lógica a seguir:

$$VP_{acionista} = VP_{firma} - VM_{dívida}$$

Equação 6 - Relação entre o valor da firma e para os acionistas

Neste sentido, a projeção do fluxo de caixa deve seguir a perspectiva do acionista, ou da firma como um todo. Embora o objetivo final de uma avaliação seja obtenção de valores relativos à participação societária de uma empresa, geralmente utiliza-se o método de *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*, ou fluxo de caixa para a firma, por se entender que este fornece uma visão mais completa e, portanto, mais precisa da companhia.

Pela ótica de valoração da firma, são considerados os fluxos de caixa após investimentos, impostos e despesas, mas antes de qualquer pagamento de dívida, na medida em que se considera o fluxo de caixa gerado para todos os *claimholders*, incluindo credores. Assim, temos:

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{alíquota IR}) + \text{Depreciação} - \text{Investimento em capital fixo} - \text{Investimento em capital de giro}$$

Equação 7 - Cálculo do FCFF

Vale destacar que a expectativa de crescimento se dá através do EBIT, de forma que o entendimento das operações para a projeção deste é essencial para a valoração da companhia.

O custo de capital

Modigliani & Miller (1961) propõem que existe uma relação entre a empresa e os agentes econômicos que fornecem os recursos que financiam as suas operações, afirmando que os agentes financiadores exigem um retorno sobre o seu capital no tempo, classificado como custo de capital.

O custo de capital ponderado para a firma, ou *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, é calculado através da média dos custos de capital próprio K_e (*cost of equity*) e custo de capital de terceiros K_d (*cost of debt*), ponderados de acordo com o percentual de capital proveniente de credores w_d e de acionistas w_e . Assim, custo irá tender mais ao K_d ou K_e de acordo com o volume de capital próprio (acionistas) e de terceiros (credores) investido no negócio.

$$WACC = w_d K_d + w_e K_e$$

Equação 8 - Cálculo do WACC

O CAPM é a metodologia mais difundida para a o cálculo do custo de capital próprio K_e de uma empresa. O modelo foi desenvolvido por independentemente por Jack Treynor (1961, 1962), William F. Sharpe (1964), John Lintner (1965) e Jan Mossin (1966), que se basearam na teoria moderna de diversificação de portfólio introduzida por Harry Markowitz. A metodologia relaciona fatores de risco e retorno de do mercado e de títulos seguros para estimar o retorno esperado para um determinado ativo, ou em outras palavras, seu custo.

Assim, temos que o retorno R_a esperado para o ativo é função da taxa livre de risco R_f , (representada pelo retorno do ativo mais seguro negociado no mercado), acrescido de um prêmio relativo ao ativo em questão. Este, acréscimo, por sua vez, pode ser composto por diversas variáveis a depender da situação, sendo geralmente expresso como função do retorno esperado para o mercado de ações em comparação com R_f e da sensibilidade do excesso de retorno do ativo sobre o excesso de retorno do mercado β_a , vide quadro a seguir:

$$R_a = R_f + \beta_a(R_m - R_f)$$

Equação 9 - Risco esperado de um ativo pelo método CAPM

Vale destacar que para o cálculo de β_a , precisamos da série histórica de retornos do mercado e da série histórica de retornos da ação / ações comparáveis, cujo risco será avaliado. O coeficiente da reta de regressão construída entre estes retornos é considerado como β_a (SERRA;WICKERT, 2014).

O custo da dívida, por sua vez, é usualmente expresso pelo retorno das obrigações de longo prazo da companhia, indicando o custo das obrigações específicas do ativo em questão. Ainda, uma vez que as dívidas reduzem o lucro antes dos impostos, considera-se que o imposto de renda promove uma redução do custo da dívida, de forma que o K_d deve ser ajustado pela alíquota do imposto de renda, conforme visto a seguir:

$$K_d = \text{Custo bruto da dívida} * (1 - \text{alíquota IR})$$

Equação 10 - Cálculo do custo líquido da dívida

Limitações

Por fim, vale ressaltar que a avaliação de uma companhia segundo o método do fluxo de caixa descontado apresenta significativas limitações, principalmente, dada a incerteza associada à projeção dos fluxos e à dificuldade de se estimar o risco envolvido no ativo, refletido na taxa de desconto.

Em relação ao primeiro, esta incerteza se torna especialmente relevante em indústrias de caráter cíclico e que apresentam alta exposição a variáveis voláteis consideradas externas à companhia. Neste sentido, observa-se que para estimar adequadamente o valor da empresa, deve-se de certa forma prever a duração dos períodos de alta e baixa, além do comportamento de variáveis chave para o desempenho, muitas vezes de caráter imprevisível.

Ainda, empresas em processo de reestruturação alteram diversos fatores em suas operações e estrutura, de forma a dificultar a projeção dos fluxos de caixa. Exemplos disto são compra e venda de ativos, renegociação de contratos, alterações na estrutura de capital, entre outros.

Ademais, o método implica na geração de fluxo de caixa positiva, de forma que a projeção dos fluxos para empresas em dificuldades financeiras deve ser feita até que estese sejam positivos. Caso contrário, obtém-se um valor negativo para o valor do ativo, o que por definição não é condizente com a realidade.

De fato, conforme será discutido a seguir, destaca-se que o setor de transportes aéreos, e mais especificamente a empresa em questão, se enquadram nas limitações supracitadas.

2.4.2. Avaliação comparativa

Diferentemente do fluxo de caixa descontado, a avaliação comparativa não almeja calcular o valor intrínseco de um ativo, mas sim, obter referências interessantes do mercado para se avaliar uma empresa (SERRA;WICKERT, 2014).

Segundo este método, acredita-se que o mercado como um todo está corretamente precificado, mas que cada empresa pode individualmente divergir, entretanto, tendendo à média de mercado no longo prazo.

Em comparação com o fluxo de caixa descontado a análise por múltiplos apresenta uma aplicação mais simples, menos exposta a erros de projeção e mais robusta, na medida em que considera o mercado, oferecendo assim uma importante ferramenta de avaliação (UBS, 2015).

Entretanto, os métodos supracitados não são excludentes. Pelo contrário, se utilizados em conjunto, fornecem uma análise mais completa acerca do investimento, servindo como uma importante ferramenta na tomada de decisão.

Finalmente, embora a avaliação por múltiplos promova originalmente uma comparação entre diferentes empresas, ela também pode ser utilizada em relação ao histórico de uma determinada companhia. Neste sentido, uma mudança significativa nos múltiplos sugere uma expressiva mudança na empresa ou no mercado em questão.

Nos itens abaixo são descritas duas atividades de grande relevância na análise por múltiplos.

Definição de empresas comparáveis

A seleção de empresas comparáveis, idealmente engloba aquelas que possuem o mesmo perfil de risco, crescimento e geração de caixa, o que por vezes pode implicar na comparação com empresas estrangeiras e em casos menos comuns, com empresas de outros setores.

Entretanto, mesmo com tais semelhanças, é necessário compreender as diferenças entre as mesmas, para uma análise mais robusta dos múltiplos e consequentemente da empresa avaliada.

Definição do múltiplo

O padrão para a construção do múltiplo é relativamente simples, conforme observado abaixo:

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Variável de Mercado}}{\text{Métrica relacionada à Empresa}}$$

Equação 11 - Definição genérica de um múltiplo

De acordo com esta relação, existem diversos múltiplos que podem ser utilizados para efeito de *valuation*, podendo ser divididos em (UBS,2015):

- Múltiplos para firma: Expressam o valor da firma como um todo, incluindo todos os *claimholders*. Geralmente são relativos a uma métrica também relacionada à empresa como um todo, tal como EBITDA (EV/EBITDA) ou receita (EV/Sales).
- Múltiplos para acionistas: De maneira contrária, expressam o valor para os *shareholders*, sendo, portanto, relativos a métricas aplicáveis a acionistas apenas, tal como lucro (*Price to Earnings*, ou P/E).

Para a análise comparativa, é necessário escolher um múltiplo relevante para o objetivo e que possibilite uma comparação justa entre empresas. Neste sentido, é importante desconsiderar múltiplos que possam apresentar viés, tais como diferenças contábeis, diferenças de estrutura de capital, ou que simplesmente apresentem volatilidade em excesso, uma vez que dado o caráter estático da análise, esta pode ser distorcida.

Finalmente, para a utilização correta dos múltiplos, deve-se novamente considerar as especificidades do setor a ser analisado. No caso de companhias aéreas a utilização do EBITDAR torna-se essencial para uma comparação justa entre as companhias do setor.

3. O setor de aviação civil

3.1. Características gerais

3.1.1. História e evolução – Brasil

A aviação comercial no Brasil teve início na década de 30, em 1º de janeiro de 1927, com o hidroavião “Atlântico” realizando seu primeiro voo, ligando a cidade do Rio de Janeiro a Florianópolis.

Ainda em junho do mesmo ano foi fundada a VARIG, a primeira empresa brasileira atuante na aviação comercial, a qual em poucas décadas, viria a compor um pequeno número de companhias que atuavam no país, principalmente em rotas regionais.

A partir da década de 70, significativos avanços tecnológicos (principalmente em aeronaves, como os Boeing 727) fomentaram um crescimento expressivo da indústria de transporte aéreo civil a taxas anuais de dois dígitos, permitindo operações mais eficientes e tarifas mais baixas.

Os efeitos econômicos decorrentes da adoção do Plano Real em 1994 e diversas medidas de flexibilização adotadas a partir de 1992 impulsionaram a demanda no setor, elevando o nível de competição entre as companhias. A gradativa abertura do mercado através de menores barreiras governamentais, a eliminação de exclusividades e restrições geográficas e principalmente o abandono do controle tarifário, possibilitaram a livre concorrência e o aparecimento de novos entrantes com novos modelos de negócio no setor. Tais preceitos foram assegurados pela Lei nº 11.182/2005, a mesma lei que criou a ANAC.

3.1.2. Modelo de negócios

Por ser um setor com alto dinamismo e que conta com diversas dificuldades estruturais, além de uma forte dependência tecnológica, os modelos de negócio na aviação civil evoluem rapidamente. Apesar disso, através da observação de diversos *players* mundiais, podemos delinear 4 modelos de negócios básicos para o transporte de passageiros através das estratégias comerciais e operacionais adotadas:

- Full Service

As companhias denominadas *full service* são aquelas que adotam o modelo tradicional desenvolvido ao longo da história da aviação civil, oferecendo uma ampla gama de serviços e uma estrutura complexa.

Sob a perspectiva comercial, são companhias que não possuem foco restrito a um consumidor em especial, e que procuram atender a uma grande fatia do mercado consumidor. Para isso, oferecem diversos e complexos itinerários, inclusive internacionais e adotam uma estrutura de precificação baseada em classes, de forma a atender diferentes nichos de clientes. Em termos de serviço e amenidades, estas empresas são as mais completas, geralmente oferecendo sistema de entretenimento a bordo e refeições, além de diferentes classes de serviço.

Dada a complexidade e os preços geralmente maiores, estas empresas quase sempre possuem um sofisticado programa de fidelização e alianças internacionais.

Em relação às operações, pode-se dizer que estas companhias atuam principalmente em aeroportos primários e adotam alguns hubs em cidades de alta relevância. Além disso, a oferta de voos é extensa, podendo ser de curta ou longa duração e em diferentes horários durante o dia. Para viabilizar esta complexa estrutura, estas companhias usualmente contam com uma frota diversificada, com aeronaves adequadas para diferentes operações.

Exemplos deste modelo são: LATAM, Lufthansa, British Airways, Singapore

- Low Cost Carrier (LCC)

Estas companhias são globalmente conhecidas como *Low Cost*, *Low Fare* e tiveram seu início a partir da década de 70 com a criação da americana Southwest Airlines. Em linhas gerais, são empresas que procuram oferecer tarifas baixas, de forma que o controle e redução de custos tornam-se centrais para se garantir a lucratividade.

Comercialmente, são companhias que possuem como estratégia geral atingir consumidores com significativa sensibilidade a preço. Para isso, geralmente oferecem passagens somente de ida, às vezes com alguma conexão, e adotam uma estrutura de precificação composta por uma tarifa básica (abaixo da média de mercado), com possibilidade de escolha de itens / serviços adicionalmente cobrados dos passageiros. Em relação ao serviço oferecido, nota-se principalmente a ausência ou simplicidade das amenidades, o serviço de bordo simplificado e

a padronização das cabines em apenas uma classe econômica, com alta densidade de assentos e sem alocação determinada dos passageiros nos lugares. Além disso, vale destacar neste modelo a importância da ausência de intermediários no processo de venda, que ocorre diretamente aos consumidores através principalmente da internet, o que possibilita maiores margens.

Em relação às operações, as *LCCs*, atuam majoritariamente em aeroportos secundários e alguns primários, oferecendo uma malha de voos simples e de baixa frequência, isto é, através do foco em voos diretos e geralmente curtos. Além disso, a padronização da frota é um elemento comum a estas companhias, que operam com uma alta utilização de suas aeronaves.

Exemplos deste modelo são: EasyJet, Southwest, Germanwings

- Hybrid

Companhias híbridas adotam um modelo de negócio posicionado entre as duas variantes mencionadas acima.

Sob o aspecto comercial, estas empresas possuem como foco consumidores com alta sensibilidade de valor, do qual o preço é um importante componente. Estas companhias oferecem algumas variações de tarifas, com valores incrementais ao preço base e a opção de compra de voos de ida e volta. De acordo com a tarifa, o serviço pode incluir algumas amenidades, existindo também a possibilidade de *upgrade* para um assento diferenciado.

As operações também são mais flexíveis do que em uma *LCC*, apesar de não serem tão complexas quanto em uma companhia *full service*. Estas companhias atuam principalmente em aeroportos primários nas principais cidades e oferecem voos de curta e média duração a uma frequência média e alta, além de alguns voos de longa duração. Para isso, geralmente utilizam uma frota padronizada e versátil, ou um *mix* simples de aeronaves.

Devido a algumas peculiaridades do mercado brasileiro, empresas brasileiras operando a princípio sob o modelo *LCC*, na verdade, tendem a ser caracterizadas como híbridas por alguns motivos que impossibilitam a adoção pura ao modelo de baixo custo: (i) no Brasil há poucos aeroportos secundários, principalmente em regiões de maior demanda, como as capitais; (ii) devido à extensão geográfica e dispersão dos destinos, torna-se necessária a prática de voos com conexão; (iii) as operações são marcadas por rotas padrão e nichos de mercado restritos,

como a ponte aérea Rio de Janeiro/São Paulo, resultando em uma oferta de voos similar entre as companhias; (iv) a maximização da eficiência em solo é prejudicada por uma infraestrutura deficitária; entre outros.

Exemplos deste modelo são: GOL, Azul, Jetstar

- Ultra Low Cost Carrier

As companhias denominadas *ULCCs* são uma variação mais recente das *LCCs* com uma estratégia ainda mais agressiva em relação a preço e custos.

Sob a perspectiva comercial, são companhias que buscam atingir passageiros que se importam exclusivamente com o preço, e para isso procuram ofertar as tarifas mais baixas do mercado, sem oferecer qualquer tipo de flexibilidade. Neste modelo, as características das *LCCs* são ainda mais evidentes, de forma que os custos incorridos se tornam uma das únicas (senão a única) dimensão considerada na tomada de decisão. Assim, todas as dimensões mencionadas nos modelos acima tendem a à simplificação e padronização, não havendo qualquer tipo de flexibilidade para o consumidor.

Exemplos deste modelo são: Ryanair, Spirit

3.1.3. Principais métricas utilizadas

O setor de aviação civil conta com algumas métricas e indicadores de performance pouco comuns ao mercado em geral, de forma que serão explicados abaixo, de acordo com o Anuário do Transporte aéreo, da ANAC.

Available Seat Kilometers (ASK): Principal métrica do setor, que serve de base para comparações entre diferentes operações e empresas. Este indicador remete à capacidade de transporte, ou oferta no setor, considerando a distância transportada.

$$ASK = \text{Assentos por voo} * \text{Distância do voo} * \text{Número de voos}$$

Equação 12 - Cálculo de ASK

Revenue Passenger Kilometers (RPK): Métrica de volume de passageiros transportados por uma companhia aérea, considerando a distância transportada.

$$RPK = \text{Passageiros por voo} * \text{Distância do voo} * \text{Número de voos}$$

Equação 13 - Cálculo de RPK

A relação entre estas duas métricas gera um dos principais indicadores de eficiência do setor, chamado de Taxa de Ocupação, ou *Load Factor*.

$$\text{Load Factor} = \frac{RPK}{ASK} = \frac{\sum \text{Passageiros}}{\sum \text{Assentos}}$$

Equação 14 - Cálculo da taxa de ocupação (Load Factor)

A taxa de ocupação remete à capacidade de utilização de uma operação, isto é, expressa o percentual de assentos preenchidos por passageiros, devendo se aproximar idealmente de 100%. Entretanto, isto não é observado em nenhuma companhia aérea mundial, ficando em média em 80% (IATA, 2015).

Neste sentido, o preço da passagem, ou tarifa, torna-se um importante aspecto para manipulação do *load factor*. Naturalmente, um aumento de tarifa exerce um impacto negativo na demanda, prejudicando a ocupação das aeronaves.

A base para a determinação da tarifa pelas companhias aéreas, por sua vez, é função de dois blocos principais: (i) A tarifa base, que pode variar de acordo com a rota, demanda, tempo, entre outros, e inclui as taxas aeroportuárias; (ii) A tarifa de combustível, relacionada ao custo do mesmo. Vale destacar que esta quebra é feita para efeito de entendimento apenas, sendo tratada de forma única sob a perspectiva do cliente.

A tarifa, juntamente com as receitas adicionais, que incluem taxas diversas, como de bagagem e seleção de assento, itens de compra a bordo e outros serviços diversos, compõem a linha de receitas com passageiros, como evidenciado a seguir.

$$\text{Receita de passageiros} = \text{Tarifa Base} + \text{Tarifa de Combustível} + \text{Adicionais}$$

Equação 15 - Componentes considerados para formação da tarifa

Assim, deve-se mencionar um outro indicador relevante no setor, o *Yield*, ou Rendimento, que relaciona a receita proveniente de passageiros ao volume transportado.

$$\text{Yield} = \sum \text{Receita de passageiros} / \text{RPK}$$

Equação 16 - Cálculo do Rendimento (Yield)

Esta métrica remete à tarifa média paga por quilometro viajado, sendo de suma importância para o entendimento das variações de preço e estratégia de precificação.

Ainda, no setor de aviação, receitas e custos também são apresentados de forma unitária, como razão da unidade de oferta de serviço (ASK). Assim, temos para receitas e custos, respectivamente.

$$(RASK/CASK) = \frac{(Receita/Custo) \text{ Operacional total}}{ASK}$$

Equação 17 - Cálculo do RASK / CASK

Estas métricas representam um *benchmark* para a comparação entre diferentes empresas aéreas, uma vez que normaliza as diferenças de escala entre as mesmas.

Entretanto, para uma utilização mais precisa destas métricas, é necessário aplicar um ajuste que compense a diferença entre a distância média dos trechos operados por cada companhia.

$$\text{Distância média do trecho} = \frac{\sum Km \text{ voados}}{\sum voos}$$

Equação 18 - Cálculo da distância média do trecho

Segundo dados da ANAC, aproximadamente 50% dos custos e despesas operacionais de uma empresa aérea, como arrendamento e manutenção de aeronaves, operações de solo, e outros, são fixos e não variam de acordo com a distância média dos voos. Assim, empresas que possuem trechos com maiores distâncias apresentam uma diluição maior de custos fixos, de forma que as receitas e custos unitários decrescem.

$$Ajuste(RASK/CASK) = (RASK/CASK) * \sqrt{\text{Distância média do trecho} / \text{Constante}}$$

Equação 19 - Ajuste de RASK e CASK para comparação entre empresas

3.1.4. Especificidades e dificuldades

O setor de companhias aéreas apresenta alta complexidade e é influenciado por diversos fatores externos, o que é refletido em margens historicamente baixas e forte atividade de consolidação, entrada e saída de players.

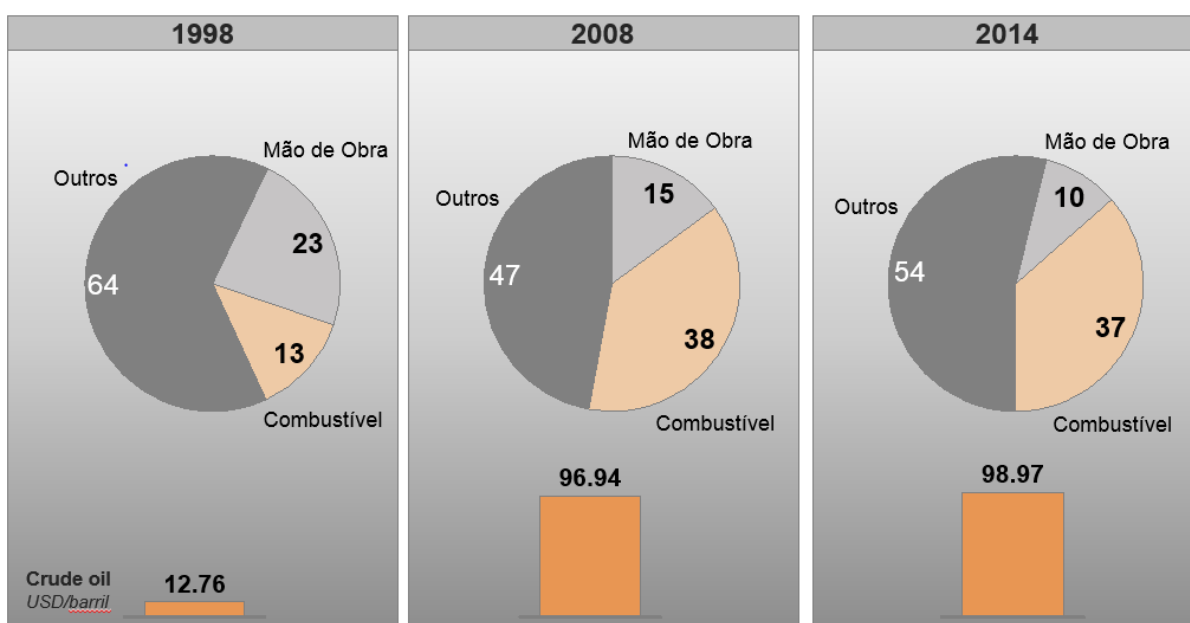
- Alta exposição a variáveis externas

Conforme descrito nos itens a seguir, companhias aéreas são particularmente sensíveis a eventos que não podem controlar e que impactam diretamente as principais linhas do seu resultado. Na tentativa de mitigar o impacto de tais oscilações, observa-se nesta indústria a prática de *hedging*.

I. Preço do petróleo

Gastos com combustível são expressivos e representam isoladamente o maior custo operacional para a maioria das companhias aéreas. Segundo a ANAC, representam aproximadamente 37% do total de custos e despesas da indústria, de forma que a oferta e preço do querosene (QAV) tornam-se fatores críticos para o desempenho do setor.

Como base de precificação do querosene de aviação no Brasil, adota-se o preço internacional do barril de petróleo. Entretanto, o valor e a disponibilidade do mesmo são influenciados, em grande parte, por aspectos sociais e políticos globais, como conflitos ou rumores de guerra e legislações governamentais, que propiciam expressiva variação no preço das *commodities* (WESTBROOKS, 2005). Assim, são função de diversos eventos que ocorrem no mundo e que não podem ser previstos ou controlados pelas companhias, compondo um importante fator de risco para as mesmas.



Fonte: ANAC, US Energy Information Administration

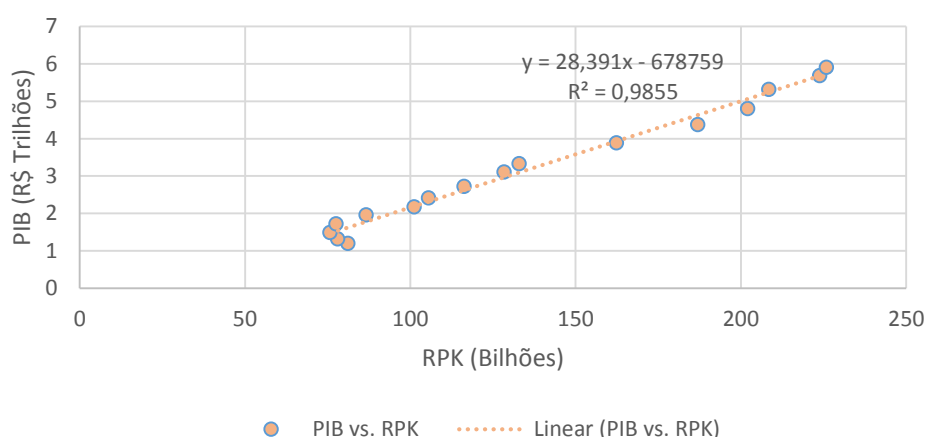
Figura 8 – Percentual de gastos com combustível em função do preço do barril de petróleo

Além disso, o poder de reação do setor a variações no preço do combustível é limitado, uma vez que existe um *gap* de tempo entre realização da receita e incorrência de custos, e que a absorção pelo consumidor do aumento de preço não é totalmente elástica.

II. Cenário econômico

Historicamente, a performance do setor é altamente correlacionada ao desempenho econômico do país. Um cenário de retração econômica, tal como visto a partir de 2014 no Brasil, possui duplo efeito negativo no setor, limitando as receitas e elevando os custos.

Para a maioria dos consumidores, sejam eles empresas ou passageiros propriamente ditos, pode-se dizer que viagens são itens de caráter discricionário, de forma que podem ser reduzidos ou eliminados em tempos de dificuldade econômica. De fato, se analisarmos a evolução do PIB do Brasil e a evolução da demanda no setor em termos de RPK, observamos um coeficiente de correlação da ordem de 99%. Assim, o cenário econômico adverso não só limita a demanda, mas também cria uma forte barreira ao repasse de preços.



Fonte: ANAC, BACEN

Figura 9 - Regressão linear do PIB e RPK no mercado brasileiro

Vale ressaltar que no mercado doméstico, a ponte aérea Congonhas/Santos Dummont funciona como um eficiente termômetro de demanda e preço para a indústria, uma vez que é a rota mais movimentada do setor de aviação no Brasil, com 4 milhões de passageiros transportados por ano (ANAC, 2014).

No caso do Brasil, um cenário macroeconômico adverso tende a ser especialmente prejudicial para o setor, na medida que geralmente está acompanhado de uma tendência de desvalorização

do Real frente ao Dólar com alta volatilidade da taxa de câmbio, como evidencia o quadro a seguir a partir de meados de 2014:



Fonte: Google Finance, agosto de 2012 a outubro de 2016

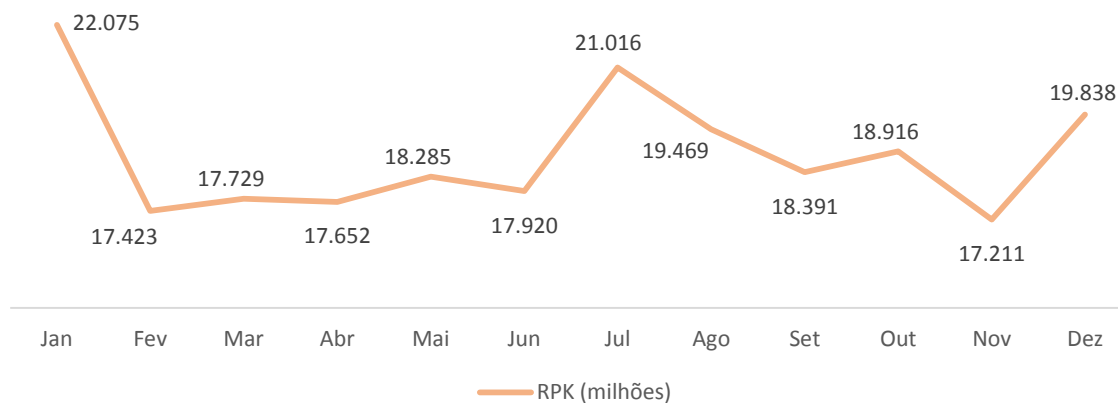
Figura 10 - Evolução do FX USD/BRL

Conforme mencionado no item acima, os custos de combustível estão atrelados ao preço internacional do barril de petróleo, que é denominado na moeda americana. O mesmo ocorre com contratos de aluguel / *leasing* de aeronaves, e de manutenção, geralmente firmado com empresas estrangeiras. Assim, ao se observar a estrutura de custos das companhias aéreas brasileiras, nota-se que aproximadamente 60% dos custos incorridos, estão denominados em dólar, assim como grande parte da dívida das empresas brasileiras. Desta maneira, períodos como o ano de 2015, com aumento de 48,5% na cotação do Dólar frente ao Real, colocam as companhias aéreas brasileiras em uma posição de alta pressão de custos.

Em resposta a isso, observou-se nos últimos anos uma maior abertura de empresas brasileiras a rotas internacionais, em uma tentativa de indexar parte da sua receita à moeda americana e suavizar este efeito através de um *hedging* operacional. De fato, se analisarmos a representatividade de ASK ofertados internacionalmente em relação ao total, nota-se um crescimento de 2,8% no período de 2014 a 2016 (ANAC).

III. Outros

Ao analisar dados das companhias, observa-se que a demanda por transporte aéreo é altamente sazonal, atingindo picos em torno de datas especiais e férias escolares e durante épocas com melhores condições climáticas. Nestes períodos, observam-se congestionamentos em aeroportos, ineficiências no tráfego aéreo e atrasos, que entre outros, afetam as operações das companhias aéreas.



Fonte: ANAC

Figura 11 - Demanda por transportes aéreos em 2015 - RPK por mês

Por outro lado, a demanda também pode ser negativamente impactada por eventos indesejáveis. Conflitos regionais e atentados terroristas, como os ocorridos nos EUA em 11 de Setembro de 2001, e surtos de doenças, como foram os casos do H1N1 e mais recentemente, o Zika vírus, são alguns exemplos. Em relação ao primeiro, dados da IATA mostram uma redução de 99,3% no tráfego aéreo comercial no país e um impacto consolidado de 5,9% na demanda (RPK) no ano de 2001.

Além disso, condições climáticas e restrições naturais, apesar de mapeáveis, conferem maior instabilidade às operações de transporte aéreo, gerando atrasos e cancelamentos, por exemplo, devido a fortes chuvas e/ou ventos.

Finalmente, os pontos mencionados nos itens acima não podem ser controlados pelas companhias aéreas, apesar de criarem um impacto direto em suas operações e desempenho. Na tentativa de mitigar os efeitos decorrentes da exposição a mudanças inesperadas, é comum na indústria de aviação civil a prática de *hedging*, principalmente no que tange o preço do querosene e a taxa de câmbio USD/BRL

- Competição acirrada e imprevisível

A competição no setor está presente de diversas maneiras, seja em aspectos mais diretos, como nos preços, horários e rotas, seja em aspectos mais gerais, como no serviço ao cliente, reputação, programas de fidelidade e parcerias.

Voos e preços formam uma das principais frentes de competição entre as companhias aéreas, na medida que está explicitamente relacionada à escolha do consumidor. Neste sentido, as companhias aéreas disputam rotas e horários, procurando maximizar a ocupação sem prejudicar suas margens.

No que tange a competição por voos, deve-se mencionar o “Sistema de Alocação de Horários de Chegadas e Partidas de Aeronaves” praticado em aeroportos no Brasil e coordenado pela ANAC, que confere às companhias o direito de pouso ou decolagem segundo a quantidade de *slots* possuídos. Neste sistema, os aeroportos são classificados em três níveis (*Worldwide Slot Guideline*, IATA) de acordo com a sua demanda e capacidade, de forma que a competição por *slots* em aeroportos de alta demanda ou de capacidade restrita, é chave para a oferta de voos de uma companhia aérea, conforme mostra o quadro relativo ao aeroporto de Congonhas segundo a Resolução da ANAC nº 336/2014.

Tabela 1 - Alocação de slots no aeroporto de Congonhas

Empresa	Slots	Participação
Gol	234	44%
Latam	236	44%
Avianca	40	7%
Azul	26	5%

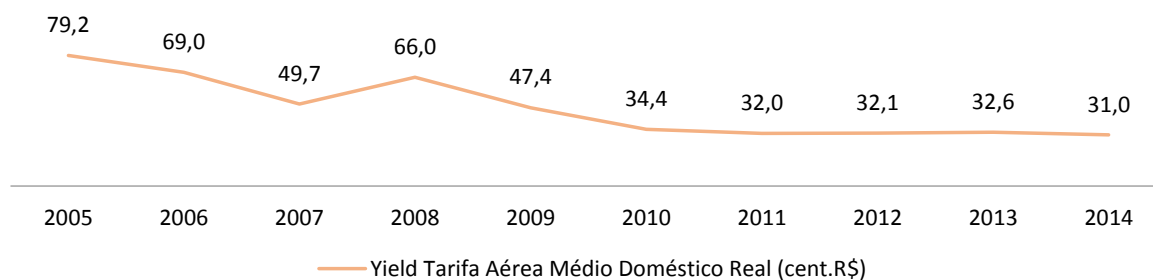
Fonte: ANAC, 2014

Em relação às tarifas, vale destacar que esta indústria é particularmente suscetível à prática de descontos, uma vez os custos incrementais para se transportar um passageiro adicional são significativamente baixos se comparados ao custo de oportunidade de se ter um assento vazio. Esta competição pode se tornar especialmente prejudicial em um cenário de dificuldade financeira e de alta capacidade inutilizada, como visto atualmente no Brasil.

Além disso, com a utilização da *internet* a competição por preço torna-se ainda mais crítica, uma vez que a disponibilidade de informações acerca de tarifas permite ao consumidor facilmente comparar opções e identificar promoções e descontos.

Vale ainda reforçar que as tarifas dos serviços de transporte aéreo no Brasil encontram-se sob o regime de liberdade tarifária desde 2001, tendo sido ratificado pela Lei nº 11.182/2005, a mesma que criou a ANAC.

Assim, como reflexo do aumento da competição e da evolução das ferramentas para a comparação de tarifas, vemos uma diminuição expressiva nos preços de passagens praticados pelas companhias nacionais, o que pode ser observado através da evolução do *yield* médio de tarifa, isto é, o valor médio pago pelos passageiros por quilômetro voado, vide quadro abaixo.



Fonte: ANAC

Figura 12 - Evolução do Yield Médio de Tarifa Nacional

- Forte regulação

Por se tratar de um setor de alta complexidade, com atendimento a milhões de passageiros e operações críticas, nota-se uma forte regulação em diversos aspectos do sistema.

Primeiramente em relação à segurança, pode-se dizer que as companhias aéreas mundialmente são obrigadas a seguir uma rígida agenda. Certificações internacionais, inspeções periódicas, aderência a normas operacionais e a normas específicas do espaço aéreo em questão são alguns exemplos. Neste sentido, é evidente o desenvolvimento da indústria em direção a operações cada vez mais rígidas e onerosas, especialmente nesta última década.

Em linha com a segurança, atualmente nota-se também uma forte pressão regulatória no sentido de operações cada vez menos prejudiciais nos âmbitos ambiental e social. Assim, muitos países vêm restringindo / extinguindo operações em certos aeroportos, por exemplo, limitando o número de voos e operações noturnas e estabelecendo diferentes procedimentos de pouso e decolagem.

Dada a relevância do setor, muitas vezes estratégico no mercado de atuação, observa-se também uma alta regulação sob a ótica econômica / comercial. Para poder atuar, por exemplo, uma companhia aérea deve obter o certificado AOC (*Air Operators Certificate*) emitido pela autoridade nacional de aviação de um país (ANAC), demonstrando que é financeiramente apta

a operar sob as condições propostas. Além disso, muitos países dispõem de mecanismos de proteção às companhias nacionais, criando barreiras às companhias e ao capital estrangeiro. É o caso do Brasil, que dentre outras medidas, estipula um percentual máximo de 20% de participação estrangeira nas companhias aéreas brasileiras. Ainda sob o aspecto comercial, vale destacar os fortes mecanismos de proteção ao consumidor, que resultam em operações mais onerosas e um maior provisionamento para arcar com tais despesas. Neste sentido, destacam-se as obrigações em caso de atraso e *overbooking*, necessidades especiais dos passageiros, responsabilidade sobre bagagem, entre outros.

- *Necessidade de mão de obra*

Mão de obra representa uma das principais linhas de custos operacionais de uma empresa aérea, geralmente ficando atrás apenas de custos com combustível. Em linhas gerais, o setor tem como característica a mão de obra altamente especializada e escassa, representada principalmente por pilotos, mecânicos e comissários de bordo. Visando principalmente a segurança e obedecendo às determinações da ANAC, as companhias seguem um cronograma de treinamento contínuo e cumprem uma rígida agenda de habilitação e certificação da mão de obra. Como resultado, observa-se que a linha de gastos com tripulação representa de forma isolada, aproximadamente 10% de todos os custos e despesas das companhias aéreas (ANAC, 2014).

Ainda, vale ressaltar que a utilização da mão de obra no setor é fortemente regulamentada, por exemplo, pela Lei No 7.183/84, que regula o exercício da profissão de aeronauta. Segundo a mesma, são estabelecidas diversas restrições e direitos, como: (i) jornada máxima de trabalho de 176 horas mensais, contadas do momento de apresentação até 30 minutos após o desligamento dos motores; (ii) limite de jornadas diárias em 11 horas com restrições acerca de operações noturnas e quantidade de pousos e decolagens; (iii) garantia de período de repouso de 12 a 24 horas após jornadas, além do mínimo de folgas (8 dias mensais); (iv) garantia de transporte, alimentação, assistência médica, entre outros.

Neste sentido, é expressiva a participação de sindicatos em defesa da mão de obra, como o Sindicato Nacional de Aeronautas (SNA) e diversos sindicatos regionais de aeroviários, não sendo incomum paralisações devido à falta de acordo com empresas atuantes no setor.

Assim, destaca-se a fragilidade das companhias aéreas neste aspecto, o que torna a linha de gastos com pessoal mais onerosa e com pouco espaço para mudança no sentido de uma utilização mais eficiente e extensiva da força de trabalho.

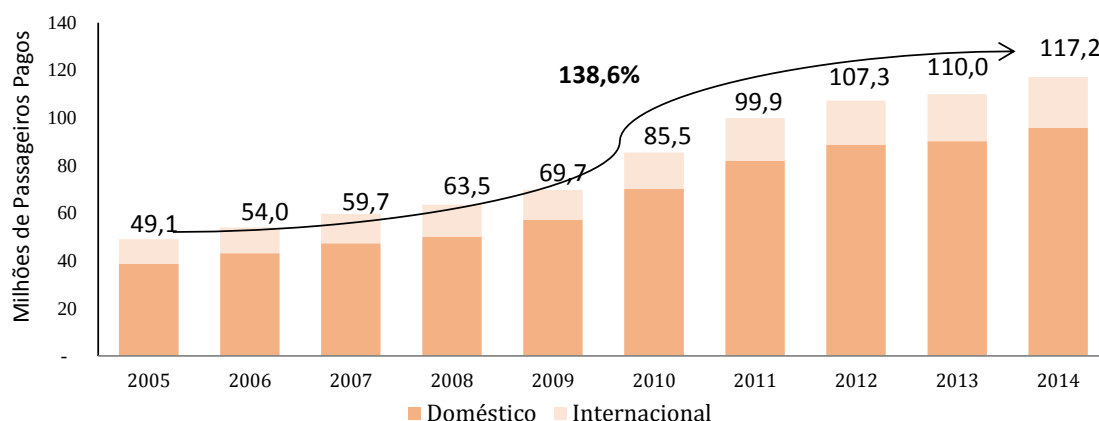
- Experiência do consumidor complexa

A experiência do passageiro é altamente complexa e envolve diversos pontos de atenção, de forma que uma impressão pontual negativa pode criar uma percepção negativa duradoura para a companhia.

3.2. Cenário atual

O setor de transporte aéreo no Brasil é reconhecidamente um importante componente da matriz de transporte de passageiros e carga e apresenta um grande potencial de desenvolvimento.

Segundo o Anuário do Transporte Aéreo de 2014, da ANAC, atualmente são transportados 117 milhões de passageiros pagos por ano, sendo 95,9 milhões em voos domésticos e 21,3 milhões em voos internacionais. Tais números evidenciam um expressivo crescimento do setor, com a inclusão de mais de 68 milhões de passageiros na última década.

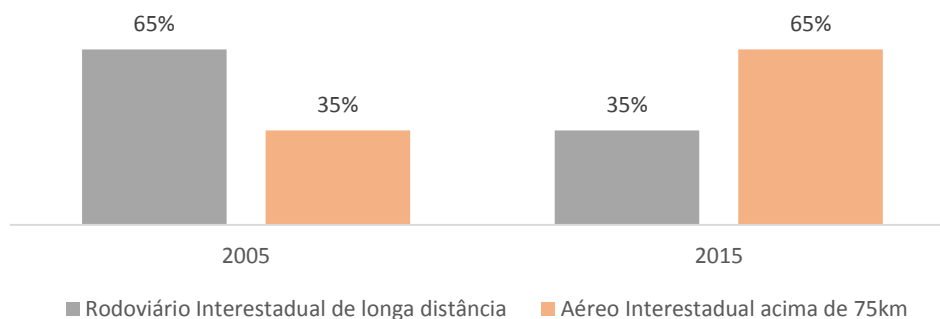


Fonte: ANAC

Figura 13 - Evolução da quantidade de passageiros pagos transportados

Assim, a penetração da indústria, refletida pela quantidade de passageiros transportados no modal aéreo para cada 100 habitantes, mais que duplicou no período, passando de 26,8 em 2005 para 58,7 em 2014, o que reflete a grande relevância do mesmo no transporte brasileiro. De

fato, o avião tem sido o principal meio de transporte utilizado em viagens interestaduais desde 2010, em comparativo com o modal rodoviário, conforme apresentado abaixo.



Fonte: ANAC

Figura 14 - Evolução do modal aéreo frente ao rodoviário

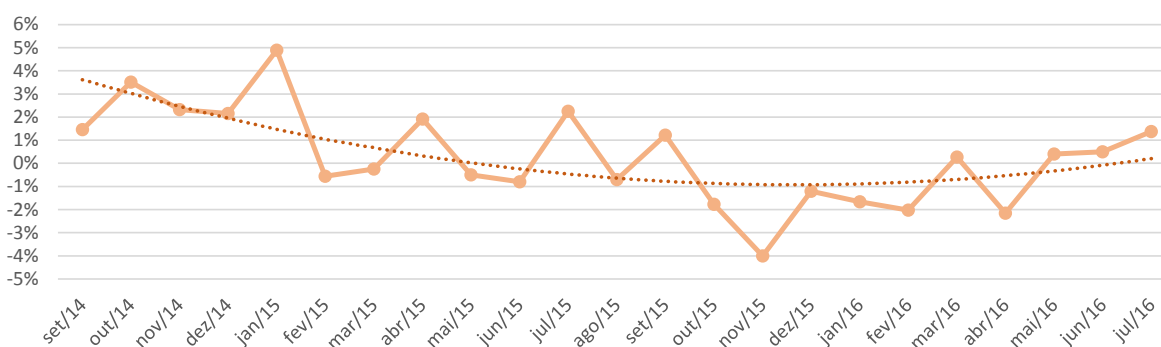
O expressivo crescimento da demanda, refletido pela evolução do RPK da ordem de 11% ao ano para o mercado doméstico e 8% para o mercado internacional, é acompanhado pela expansão da oferta, de melhorias operacionais e em infraestrutura. Desde 2011, o número de voos tem superado o patamar de 1 milhão ao ano, com um *load factor* de aproximadamente 80%.

Atualmente, o mercado é atendido por quatro empresas brasileiras, que juntas representam 98,8% dos passageiros transportados no mercado doméstico. São elas: GOL, Tam (Latam), Azul e Avianca, que juntas, possuem uma frota de 561 aeronaves ativas. A seguir, são apresentadas as três últimas, segundo dados da ANAC:

- Tam: A Tam opera voos regulares desde a década de 70 e encerrou o ano de 2015 na posição de líder dos mercados doméstico e internacional de passageiros entre as empresas aéreas brasileiras, com 36,7% e 78,6% do RPK, respectivamente. Seu quadro de pessoal conta com mais de 25 mil empregados, entre estes, aproximadamente 2.000 pilotos e copilotos e 5 mil comissários. A companhia encerrou o ano de 2015 com 168 aeronaves, com capacidade entre 144 e 379 passageiros e sua receita de voo é da ordem de 14,5 bilhões de reais. Em junho de 2012, a Tam e a Lan Chile se fundiram, criando a Latam, a maior companhia aérea da América do Sul, com aproximadamente 50 mil funcionários e voos para 29 países (ANAC).

- Azul: A Azul iniciou suas operações em dezembro de 2008 e figurou como a terceira principal empresa aérea brasileira em 2015, tendo sido responsável por 17,0% do RPK doméstico e pelo transporte de mais de 20 milhões de passageiros pagos em voos domésticos. Seu quadro de pessoal conta com 10,5 mil empregados, entre estes, 1,5 mil pilotos e copilotos e 2 mil comissários. A companhia encerrou o ano de 2015 com uma frota de 151 aeronaves com capacidade entre 47 e 271 passageiros e sua receita de voo é da ordem de 6,6 bilhões de reais.
- Avianca: A Avianca atua no mercado brasileiro desde 1998 e alcançou em 2015 participação de 9,4% no mercado doméstico de passageiros em termos de RPK, tendo transportado 8,9 milhões de passageiros pagos em voos domésticos. Seu quadro de pessoal conta com aproximadamente 4,3 mil funcionários, dos quais 404 pilotos e copilotos e 758 comissários. A companhia encerrou o ano de 2015 com uma frota de 51 aeronaves, com configuração de 100 a 162 assentos de passageiros e sua receita de voo é da ordem de 2,8 bilhões de reais.

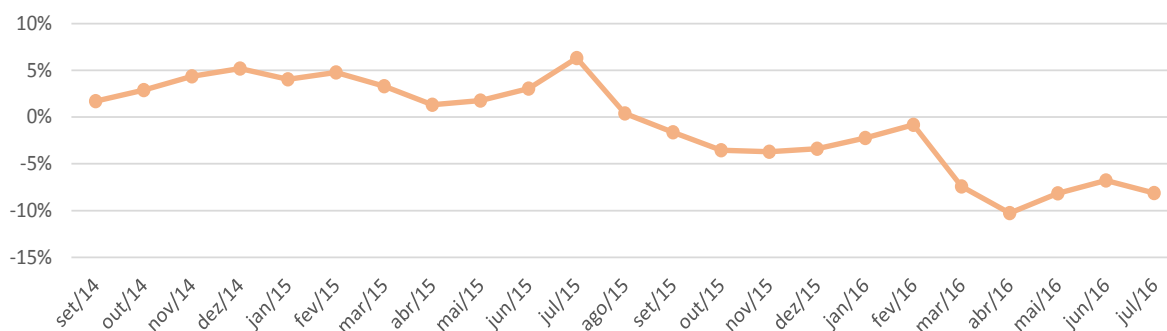
Mais recentemente, a fraca performance financeira do país impactou diretamente a demanda no setor de transportes aéreos, especialmente para passageiros viajando a trabalho, que segundo Amorim (2007), representa o maior e mais lucrativo segmento do mercado. Em resposta a este cenário, observou-se uma redução geral do *yield* no mercado, em uma tentativa das companhias aéreas em manter o *load factor* a níveis satisfatórios, dado que o mesmo vinha decrescendo a partir do segundo semestre de 2014.



Fonte: ANAC

Figura 15 - Load Factor - Variação ano a ano

Para mitigar o impacto desta redução nas margens, as companhias brasileiras vêm adotando uma série de medidas no sentido de corte de custos e de redução de ASKs. De fato, 2016 vem apresentando uma redução de ASKs da ordem de 8% YTD em toda a indústria, o que deve também reforçar o cenário competitivo entre as companhias.



Fonte: ANAC

Figura 16 - ASK Doméstico - Variação ano a ano

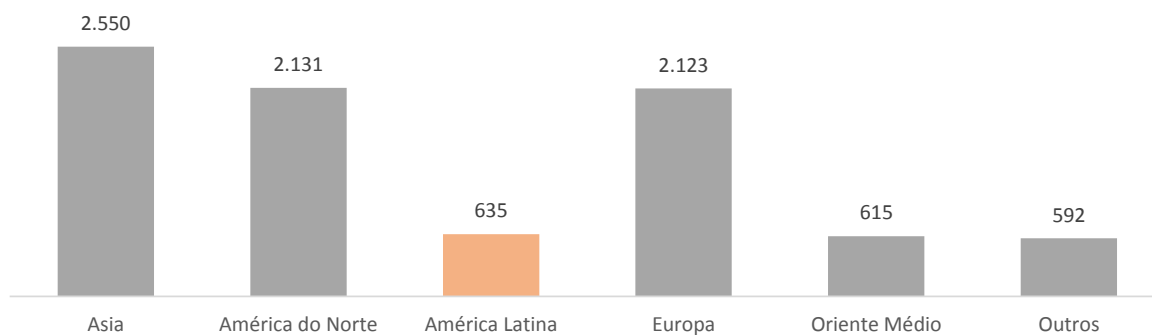
Esta redução no faturamento com receitas de voos, aliada ao aumento da base de custos e despesas e ao resultado financeiro negativo do setor, composto principalmente por ganhos e perdas decorrentes da variação cambial, são fatores chave que justificam o fraco desempenho das companhias nos últimos anos. Assim, observa-se pelo quinto ano consecutivo a apuração de resultados negativos para o setor, com prejuízo de R\$ 5,9 bilhões em 2015.

Por outro lado, vale ressaltar que apesar do desempenho negativo do setor nos últimos anos, espera-se uma recuperação do mesmo no médio prazo. O início da recuperação macroeconômica prevista pelo Banco Central em 2017 (retomada de crescimento do PIB) e a recente valorização do Real, se mantida, devem suportar o turnaround do setor, na medida que aliviam a pressão sobre os custos das companhias, ao mesmo tempo em que estimulam a demanda por transportes aéreos. Este panorama macroeconômico mais positivo, aliado à reestruturação das companhias, com otimização da capacidade, são chave para que o setor volte a apresentar um desempenho positivo.

Por último, destaca-se que o mercado brasileiro ainda é pequeno em termos globais, o que reforça a tendência estrutural de crescimento do setor no longo prazo. De fato, dos 3,5 bilhões de passageiros transportados no mundo em 2015, apenas 120 milhões, ou ~3,5% está relacionado ao Brasil (IATA, ANAC). Ainda, se considerarmos o tamanho do país, como o 5º maior do mundo em termos de área e população, fica evidente a baixa penetração deste modal

em relação a outros países, expressa pelo número de passageiros domésticos em relação ao número de habitantes (GOL, 2012).

Adicionalmente, se observarmos o quadro a seguir, que retrata a geração de ASKs nas regiões do mundo, vemos que apenas uma pequena parcela está vinculada à América Latina.



Fonte: The Airline Analyst, 2016

Figura 17 - Originação de ASK por região, em bilhões

Finalmente, das 20 maiores empresas do mundo em receitas, nenhuma é brasileira, ou mesmo da América Latina (*The Airline Analyst*).

3.3. Cenário de consolidação setorial

Diversos aspectos, como os mencionados nos itens acima, tornam as operações das companhias aéreas complexas, onerosas e instáveis, revertendo historicamente em margens baixas e em diversos pedidos de recuperação judicial. Em linha com este fato, nota-se uma forte dinâmica de transações de *M&A*, como forma de se reverter estas dificuldades.

Tabela 2 - 15 maiores transações de M&A no setor de transportes aéreos

Ano do Anúncio	Target	Comprador	Valor (US Milhões)
2008	Northwest Airlines, LLC	Delta Air Lines, Inc.	10.443,14
2010	United Airlines, Inc.	United Continental Holdings, Inc.	9.359,19
2010	TAM S.A.	LATAM Airlines Group S.A.	6.960,98
2003	KLM Royal Dutch Airlines	Air France-KLM SA	5.644,22
2009	IBERIA LAE SA	British Airways Plc	3.934,53
1989	NWA, Inc.	Deutsche Bank Trust; KLM Royal Dutch Airlines; Foster's Group	3.509,67
1989	Northwest Airlines, LLC	Blum Capital Partners; KLM Royal Dutch Airlines	3.500,00
2009	Shanghai Airlines Co., Ltd.	China Eastern Airlines Corp. Ltd.	3.064,66
2010	AirTran Holdings, LLC	Southwest Airlines Co.	2.148,09
2014	Aer Lingus Group plc	International Consolidated Airlines Group, S.A.	1.971,49
1999	Comair Holdings, LLC	Delta Air Lines, Inc.	1.967,57
2009	Austrian Airlines AG	Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft	1.636,83
2007	VARIG S.A.	GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	1.564,00
2005	Nuevo Grupo Aeronáutico, SA de CV	Grupo Posadas, S.A.B. de C.V.	1.456,50
2005	Swiss International Air Lines AG	Deutsche Lufthansa Aktiengesellschaft	1.267,77

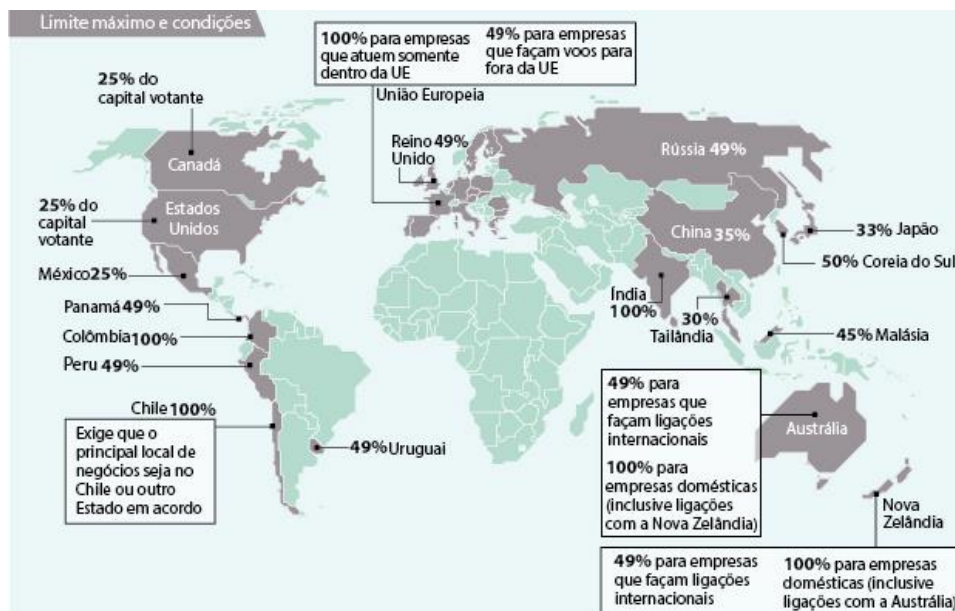
Fonte: Capital IQ

Ainda, dada a importância do setor como um dos principais componentes da matriz de transporte de carga e passageiros de um país, deve-se mencionar o papel do governo e órgãos reguladores como viabilizadores deste tipo de atividade. De fato, ao se observar os principais casos de *M&A* no mundo, nota-se que os mesmos estão intimamente relacionados a períodos de dificuldade financeira e/ou mudanças na legislação vigente.

Neste sentido, o cenário atual de perdas no setor e recentes propostas de mudança na regulação brasileira têm apontado no sentido de uma flexibilização à participação estrangeira e consequentemente gerado especulações acerca de uma possível consolidação setorial incluindo empresas internacionais.

3.3.1. Regulação

Mundialmente, o papel estrangeiro no setor de transportes aéreos de um país sempre foi tema de amplo debate, especialmente no que tange o controle e a operação de companhias aéreas.



Fonte: Bloomberg, OECD, IATA, BCG, US BURO

Figura 18 - Limite de capital estrangeiro na aviação civil com direito a voto

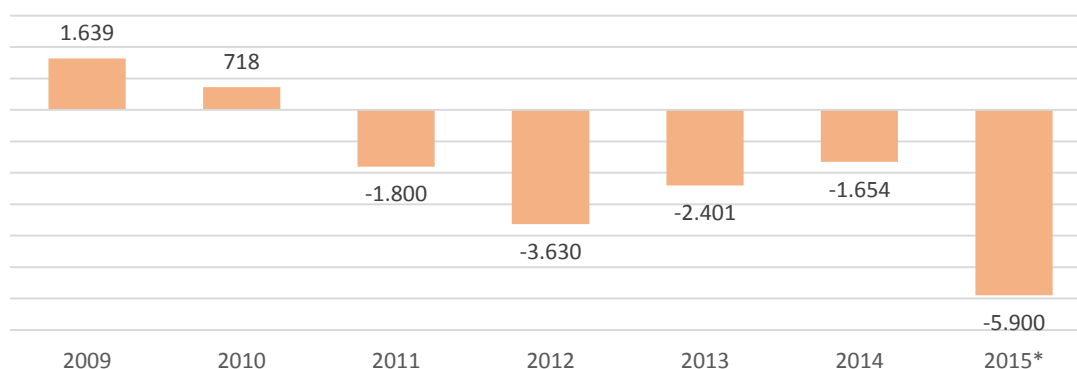
Uma análise histórica da aviação no Brasil evidencia desde sua formação na década de 20 a participação de atores internacionais, representados principalmente por alemães, franceses e ingleses, em um setor ainda incipiente e desregulamentado (SANTO Jr, 2006). Neste sentido, o tema da participação estrangeira na aviação civil nacional surgiu formalmente com a regulamentação do próprio setor, através do primeiro Código Aeronáutico Brasileiro (Decreto nº 16.893/1925), segundo qual o transporte de carga ou de passageiros entre duas localidades brasileiras poderia ser feito apenas por intermédio de aeronaves nacionais, assim definidas como aeronaves pertencentes às companhias brasileiras e com matrícula registrada no Brasil. Entretanto, vale ressaltar que tal legislação não restringia a atuação de subsidiárias em território nacional, de forma que mesmo após esta data, empresas estrangeiras ainda atuavam no Brasil, a exemplo da Lufthansa e Panair.

Posteriormente, em um cenário de iminente fim da II Guerra Mundial, a regulamentação de transportes aéreos a nível internacional se tornou ainda mais restritiva, segundo a Convenção de Chicago de 1944, que ainda molda grande parte do setor aéreo internacional (SANTO Jr, 2006). Através da mesma, reforçou-se a necessidade de um forte controle nas atividades aéreas

nacionais, devendo-se controlar a entrada e saída de pessoas, bens e serviços, além de se garantir o desenvolvimento ordenado e seguro, com limites à competição acirrada.

Neste sentido, o Código Brasileiro de Aeronáutica, elaborado em 1986 e ainda vigente, contempla esta visão. No que se refere à participação estrangeira, o Art.181 do CBA estipula que a concessão de operação somente será dada a pessoa jurídica brasileira que tiver: (i) sede no Brasil; (ii) pelo menos 80% do capital com direito a voto pertencente a brasileiros; (iii) direção confiada exclusivamente a brasileiros, sendo assim um entrave ao aumento de participação estrangeira no setor aéreo atual.

Recentemente, dado o frágil cenário econômico do país desde 2014 e o desempenho negativo das companhias aéreas nacionais desde 2011 (vide quadro abaixo), este tema voltou às notícias através da MP 714, que propunha a redução de restrições à participação de capital estrangeiro nas mesmas.



Fonte: ANAC. Valor estimado em 2015 através de demonstrativos financeiros enviados à Agência

Figura 19 - Resultado líquido da indústria de aviação no Brasil (R\$ Milhões)

Em linha com o parecer dos principais *stakeholders* do setor, sejam eles companhias aéreas, órgãos reguladores, o governo e os próprios passageiros, espera-se que a liberação ao capital estrangeiro possa servir como alavanca para o aumento da competitividade e para a recuperação das companhias aéreas. Segundo o representante da ANAC em comissão mista para debate do assunto no Senado (24/05/2016), “A abertura do capital estrangeiro em até 100% seria uma saída para enfrentar o crescimento do setor, positivamente”.

Em proposta original, a MP 714/2016 elevaria de 20% para 49% o limite de participação estrangeira no capital com direito a voto das companhias aéreas brasileiras (ON). Possibilitaria ainda acordos de reciprocidade - entre o Brasil e outro país - para permitir que uma empresa

estrangeira adquirisse controle do capital de uma brasileira (acima de 50% das ações), desde que uma empresa nacional também pudesse adquirir o controle de uma empresa da outra nação (ANAC).

Entretanto, apesar da medida ter sido aprovada em maioria no Senado (propondo, inclusive, um teto de 100% de participação contra os 49% originais), a conversão da MP 714 na Lei nº 13.319 em 25 de julho de 2016 foi acompanhada do veto no que tange o aumento de capital estrangeiro. Segundo a mensagem de veto, “a eliminação dos dispositivos que instituem um limite, conforme consta do Projeto de Lei de Conversão, não se mostra inteiramente adequada aos propósitos almejados, sendo recomendado assim seu veto por interesse público”.

Ainda, apesar do veto, o governo reconhece a importância do tema e manifestou que o mesmo deve ser tratado ainda este ano. De fato, vem se debatendo a participação estrangeira como parte do novo Código de Aeronáutica brasileiro, que deve ser aprovado ainda em 2016 através do projeto de lei PLS 258/2016, o que reforça a tese de uma possível entrada estrangeira no mercado através de uma transação de M&A.

3.3.2. Casos de M&A

Ao longo da última década, o mercado brasileiro de aviação civil presenciou diversas transações envolvendo a troca de controle de empresas. Dentre elas, podemos destacar a aquisição da Varig pela GOL em 2007 e a venda da TAM para a LAN em 2012, o que reflete não apenas o apetite do setor, mas também a procura por parcerias e ganhos de escala como forma de se obter melhores resultados.

Tabela 3 - Quadro de Transações de M&A no mercado brasileiro

Ano do Anúncio	Target	Comprador	Valor (US\$ Milhões)
2010	TAM S.A.	LATAM Airlines Group S.A.	6960,98
2007	VARIG S.A.	GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	1564,00
2004	Avianca S.A.	Oceanair Linhas Aéreas, S.A.	313,00
2011	GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Delta Air Lines, Inc.	101,59
2012	TRIP Linhas Aéreas S.A.	Azul S.A.	42,00
2011	Webjet Linhas Aéreas S.A.	VRG Linhas Aéreas S.A.	23,01

Fonte: Capital IQ

Em ambos os casos, nota-se a alta alavancagem financeira dos *targets* e sua geração de caixa negativa, reforçando o cenário de dificuldade. Ainda, vale ressaltar que a aquisição da Varig representou um significativo ganho de complexidade para a GOL, dada a incorporação de uma empresa com modelo *full service* por uma *LCC*. O quadro abaixo reflete este caso.

Tabela 4 - Quadro situacional da Varig pré-venda

Data	Evento
dez/00	Varig apresenta prejuízo de R\$ 148 milhões
jan/03	Boeing 777 da Varig é apreendido em Paris por falta de pagamento de leasing
jun/05	Varig entra com pedido de recuperação judicial
nov/05	Venda de operações de manutenção da Varig para a TAP (Portugal)
dez/05	Venda da Varig Log para a Volo (Brasil)
jul/06	Liberação da compra da Varig pela Volo
jul/06	Anúncio de redução de 60% do quadro de funcionários
mar/07	Venda da Varig pela Volo para a GOL

Fonte: ANAC, GOL, Valor Econômico, Capital IQ

3.3.3. Perspectivas

Dados a mudança regulatória aparentemente próxima no sentido da flexibilização ao capital estrangeiro e o momento financeiro pelo qual as companhias aéreas vêm passando (similar a outros casos históricos de *M&A* no setor), especula-se que o mercado venha a passar por um período de consolidação, envolvendo a troca de participações de grandes empresas do setor.

Estes elementos, aliados ao potencial de desenvolvimento do mercado de transportes aéreos no Brasil e América do Sul, e ao explícito interesse de players estrangeiros em companhias nacionais (refletido pelas participações minoritárias nas mesmas), reforçam a hipótese de entrada de capital estrangeiro no mercado brasileiro.

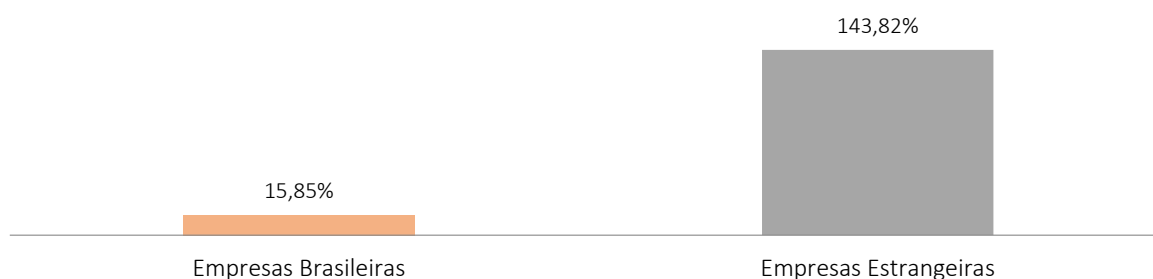
De fato, as maiores companhias brasileiras vêm apresentando geração negativa de fluxo de caixa nos últimos anos e aumentando sua alavancagem financeira. Assim, nota-se que players internacionais têm aproveitado tal cenário para aumentar, a baixo preço de mercado, sua exposição na região, como exemplifica a tabela a seguir:

Tabela 5 - Quadro de participação estrangeira em empresas brasileiras

Empresa	Acionista	Percentual Acionário (%)
GOL	Delta Airlines	9,48%
Azul	United Airlines	~5%
Azul	HNA	23,70%
LATAM	Qatar Airways	~10%

Fonte: Empresas

Além disso, vale ressaltar que até a década passada, o mercado era majoritariamente atendido por companhias nacionais, fato que foi mudando ao longo dos anos, com presença cada vez maior de companhias estrangeiras operando no país.



Fonte: ANAC

Figura 20 - Variação do ASK entre 2005 e 2014 - mercado internacional

Ainda, apesar do significativo histórico de transações no setor e do cenário favorável para que as mesmas aconteçam, vale ressaltar que alguns desafios estruturais no país configuram barreiras a uma possível entrada de estrangeiros em busca de uma reestruturação das companhias aéreas brasileiras. Em primeiro lugar, destaca-se a rigidez das leis trabalhistas e a força dos sindicatos atuantes no setor em comparação a outros mercados, o que impede que grandes ações sejam tomadas no sentido de se reduzir gastos com mão de obra. Ainda, vale destacar os altos impostos aplicados pelos estados sobre o combustível das aeronaves para voos domésticos, a uma alíquota que pode variar de 7% a 25%, o que torna as operações domésticas mais onerosas e menos atrativas para o investidor estrangeiro. Em linha com este fato, observa-se também o pagamento de taxas de conexões que variam de R\$4 a R\$8 por passageiro. Estes aspectos, aliados à infraestrutura deficitária dos aeroportos brasileiros e de todo o sistema aéreo (concentrado no Sudeste, e mais especificamente, em 4 aeroportos, segundo dados da ANAC) em comparação aos mercados europeu e norte americano, encarecem as operações das

companhias brasileiras e limitam as possibilidades de crescimento, levantando um importante questionamento acerca do que pode ser feito para reverter o cenário de perdas no setor.

Finalmente, dada a alta exposição do setor às condições macroeconômicas, deve-se ainda mencionar que o atual momento, ainda que pós processo de *impeachment*, é caracterizado por uma significativa parcela de incerteza, refletida em alta instabilidade e volatilidade de indicadores que são determinantes para a performance das companhias aéreas nacionais, como a taxa de câmbio.

Assim, pode-se dizer que o conjunto dos aspectos acima mencionados serve como contraponto a um possível aumento de participação estrangeira no transporte aéreo nacional, ainda que o momento aponte para uma possível consolidação.

4. Apresentação da empresa

Neste item, é apresentado o histórico da GOL e suas principais características, incluindo sua estratégia e modelo de negócios. Ainda, é destacada a introdução da companhia no mercado brasileiro e os principais eventos que levaram a companhia ao seu estado atual, através de uma análise dos primeiros anos de operação.

Também, é feita uma análise da situação atual da companhia no sentido da atual estrutura e modelo de negócios, além dos principais aspectos da estratégia de curto / médio prazo da mesma.

4.1. Fundação e características

Conforme mencionado no item 3 deste trabalho, observa-se que a flexibilização do setor de transportes aéreos no Brasil a partir de 1992, marcada principalmente pela eliminação de importantes restrições sobre a criação e operação de empresas aéreas e pela extinção das bandas tarifárias, resultou na abertura para a livre concorrência no mercado. Em meio a este cenário, a GOL Transportes Aéreos foi concebida.

Fundada em 2001, a GOL foi criada sob o modelo *LCC*, sendo a primeira companhia aérea de baixo custo a operar na América Latina (DOS ANJOS, 2014). Oferecendo tarifas cerca de 45% abaixo da concorrência, a companhia atuava com a intenção de agregar demanda, trazendo para o mercado de transporte aéreo o passageiro sensível a preço, de forma a torna-lo viável para segmentos que estavam fora da aviação regular utilizando outros meios de transporte (SCHMITT, 2005). De fato, estima-se que aproximadamente 10% da base de clientes GOL nos primeiros anos de operação nunca haviam voado de avião, o que reforça a estratégia seguida.

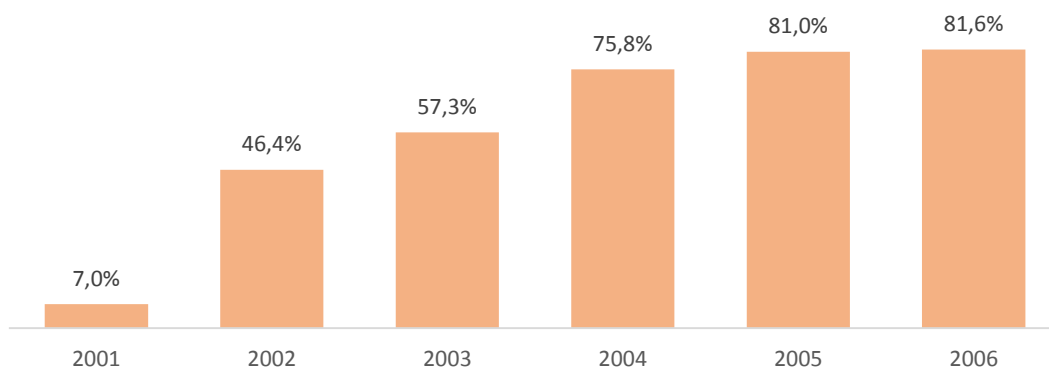
Para isso, a companhia tomou como base para seu modelo de negócios casos internacionais de *LCCs*, utilizando *benchmarkings* de empresas como Southwest, EasyJet e Ryanair e adaptando-os ao mercado nacional. Neste sentido, vale ressaltar ainda o que o surgimento da GOL é resultado de um projeto dos controladores do Grupo Áurea, o maior conglomerado de transporte terrestre do país (ESPIRITO SANTO Jr, 2003), de forma que sua proposta de valor refletia parcialmente aspectos do grupo, principalmente no sentido de uma forte gestão de custos.

Assim, tem-se em linhas gerais um modelo de negócios baseado na maximização da utilização das aeronaves, tanto no sentido de receitas (RASK) quanto no de ocupação (*load factor*), com uma forte gestão de custos para se garantir a rentabilidade da operação. Neste modelo, destacam-se alguns elementos até então inovadores no mercado brasileiro de aviação:

- Padronização da Frota: A utilização de uma frota homogênea de Boeing 737-700 possibilitaria a redução de custos de treinamento, manutenção e estoques de peças, dado que cada modelo de aeronave requer recursos e pessoal dedicados (ARAÚJO, 2004). Além disso, este modelo destacava-se pela flexibilidade e economia, possibilitando uma operação diversificada em termos de aeroportos e autonomia, além de uma economia da ordem de 8 a 11% de combustível (EXAME, 2001). Assim, os benefícios somados decorrentes da padronização da frota chegariam a 20% dos custos de uma operação similar de companhias concorrentes. De fato, já no primeiro ano de operação da GOL, observa-se um CASK de R\$0,12, contra R\$0,20 de média de mercado, o que representa uma eficiência de 40%.
- Alto aproveitamento de aeronaves: Seguindo o modelo de eficiência operacional, a GOL deveria garantir uma alta utilização de suas aeronaves. De fato, já em 2001 o tempo médio de permanência de uma aeronave GOL em solo era de 15 minutos, contra 23 de média de mercado, o que representa um ganho de 10% de produtividade (EXAME, 2001). Para isso, a companhia adotou a chamada manutenção faseada, na qual o avião é monitorado constantemente por um software, de forma que a manutenção é realizada sem a necessidade de parada contínua da aeronave. Outro fator determinante para a viabilidade do alto aproveitamento da frota é o treinamento da equipe e fortes metas de desempenho na operação, garantindo, por exemplo, a realização de um check-in em torno de 50 segundos e a liberação de solo no tempo previsto (SCHMITT, 2005). Ainda, torna-se essencial neste modelo a adoção de conceitos operacionais visando o melhor aproveitamento e planejamento de rotas, de acordo com a demanda do mercado (GOL, 2007). Neste sentido, a GOL apresentava uma malha de voos de curta duração (~1h20) e diretos, visto que cada escala encarece a operação em aproximadamente 6% (EXAME, 2001). Segundo a companhia, o modelo operacional é baseado em uma variação da estratégia “ponto-a-ponto” usada por outras LCCs internacionais. Assim, em mercados altamente competitivos, como em São Paulo e Rio de Janeiro, seriam oferecidos voos diretos e com baixas tarifas. Em outros mercados, e considerando-se

ainda a extensão do território brasileiro, seriam oferecidos voos com escala, com o objetivo de manter altas taxas de ocupação (GOL, 2003).

- E-commerce: A venda de bilhetes diretamente para o cliente final através de um sistema online representou um marco na aviação brasileira, na medida que o mercado era majoritariamente atendido por agentes de turismo e lojas próprias das companhias (GOL, 2003). Neste sentido, a compra com cartão de crédito pela *internet* possibilitaria tarifas mais baixas, por reduzir os custos com intermediários, além de servir como um canal com alta capacidade de expansão e penetração. Segundo a companhia, o custo médio de reserva de um assento comprado diretamente pela internet seria de aproximadamente R\$2,11, chegando a ser 80% mais barato se comparado a outros canais. De fato, se analisarmos a representatividade deste canal nas vendas da companhia, vemos que houve uma rápida aderência do mercado a este canal, que é hoje o principal meio de venda para companhias aéreas no Brasil. Para isso, a GOL incorporou da americana JetBlue um sistema unificado de processamento de receitas e reservas de bilhetes, de forma que o acesso a informações críticas, como de ocupação de voos, passou a ser tratado em tempo real, enquanto outras companhias levavam até um mês para consolidar tais informações (EXAME, 2001). Este sistema, aliado a mecanismos de análises de dados, tornaria a GOL capaz de direcionar promoções para maximizar a ocupação e incrementar receitas, sem canibalizar suas vendas para clientes usuais (SCHMITT, 2005), sustentando assim seu modelo de tarifas baixas. Ainda, vale destacar o potencial desta plataforma em gerar receitas adicionais, oferecendo serviços relacionados, como por exemplo aluguel de carros, contratação de seguro viagem, entre outros.



Fonte: Companhia, Exame 2002

Figura 21 - Evolução do % de vendas de passagens pelo website GOL - Anos Iniciais

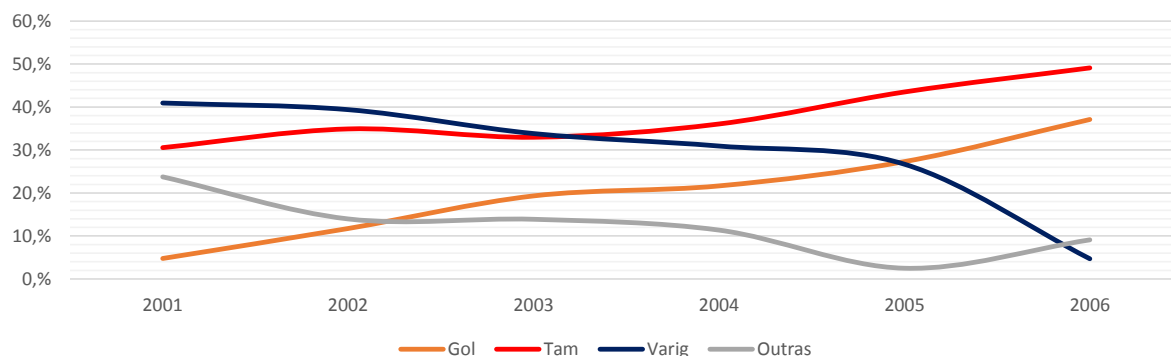
Além dos pontos acima mencionados, vale ressaltar a aderência da GOL a diversas práticas do modelo *LCC* mencionadas no item 3 deste trabalho. A exemplo da EasyJet, a GOL baseou-se na terceirização de diversas atividades, como serviços aeroportuários (limpeza, reabastecimento, manuseio de bagagem, escada, etc.) e sua central de atendimento. Além disso, a empresa marcou a inclusão no mercado brasileiro de um novo modelo de serviço de bordo, caracterizado por simples *snacks* e a ausência de amenidades, o que geraria, no mínimo, uma economia de 70% com estes gastos, além de criar a possibilidade de incremento de receitas (EXAME, 2002). Também, destaca-se a informatização de diversos processos (internos ou externos), por exemplo, de escala de tripulação, de transformação de manuais físicos em digitais e principalmente a extinção dos bilhetes impressos para o cliente, de maneira a se reduzir custos e agilizar processos.

4.2. Evolução

A entrada da GOL no mercado de aviação em 2001 representou um marco no setor de transportes aéreos brasileiro, na medida que propunha um modelo de negócios inovador e que mudaria diversos aspectos do mesmo, estimulando o desenvolvimento de empresas concorrentes (CONSTANTINO Jr., 2005).

O crescimento da companhia nos primeiros anos de atuação foi expressivo, refletindo o sucesso do modelo de negócios adotado e a evolução do setor como um todo a partir de 2001. Assim, a GOL começou operando apenas seis aeronaves, e cinco anos depois já havia conquistado 37% (Dez 2006) do mercado doméstico, sendo reconhecida como a companhia com o crescimento

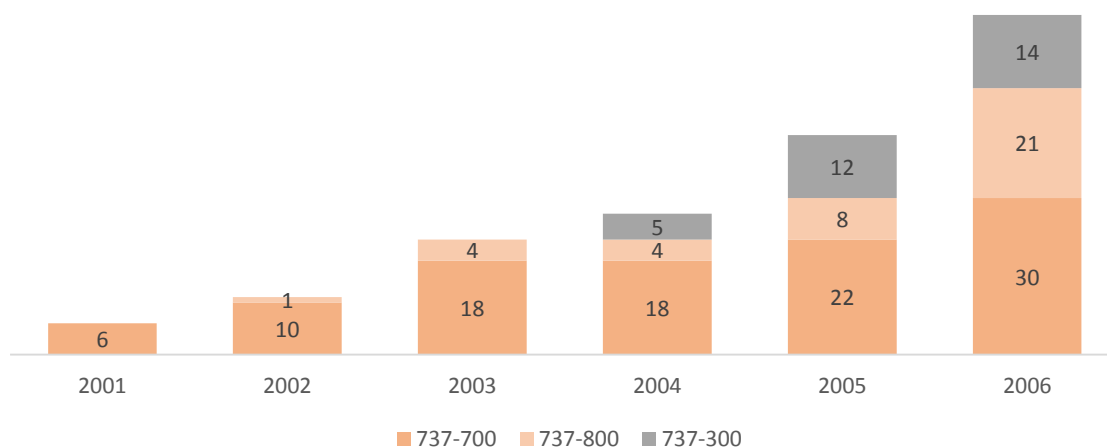
mais veloz já visto entre as empresas privadas que começaram do zero no Brasil em 40 anos (EXAME, 2007).



Fonte: ANAC

Figura 22 - Evolução do market-share doméstico (RPK Pago) – Anos Iniciais

Neste sentido, o expressivo crescimento no mercado foi acompanhado de uma forte expansão da estrutura da companhia, viabilizando o atendimento da demanda. No início das operações, a GOL contava com 600 funcionários, número este que chegou a 8.840 ao final de 2006, representando um crescimento médio anual de 70%. No mesmo período, sua frota cresceu mais de 10 vezes e foi renovada, passando de 6 aeronaves em 2001 para 65 em 2006, incluindo modelos de nova geração, os Boeing 737-800.

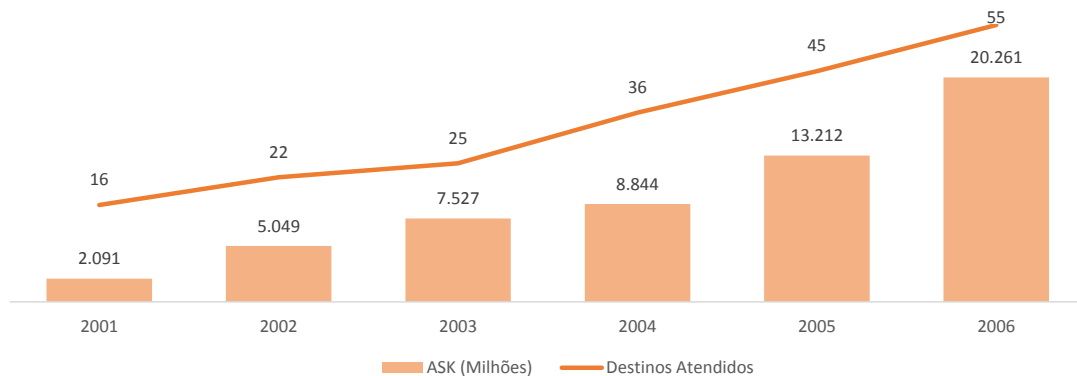


Fonte: Companhia

Figura 23 - Expansão da Frota – Anos Iniciais

Assim, a GOL ganhou escala no setor de transporte aéreo nacional, passando a atender 55 destinos, contra os 15 operados quando de sua criação, de forma que o crescimento da oferta,

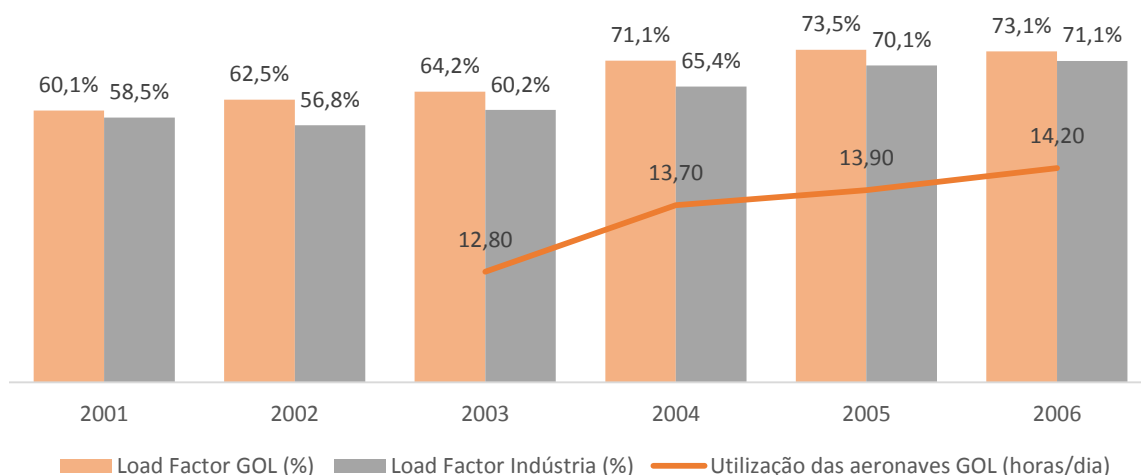
refletido pela evolução média de ASKs em 57% ao ano foi o maior do setor (ANAC). Em 2004, a companhia que até então possuía 100% de exposição ao mercado doméstico, passou a integrar a sua malha de voos destinos internacionais, começando por Buenos Aires, na Argentina.



Fonte: Companhia

Figura 24 - Evolução ASK e destinos atendidos (total) - Anos Iniciais

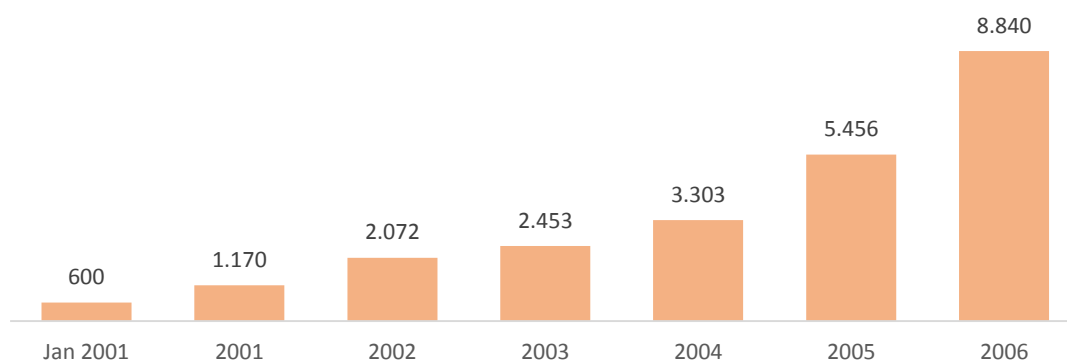
Ainda, destaca-se que o crescimento operacional da GOL foi acompanhado de ganhos de eficiência. De fato, se analisarmos o quadro a seguir, vemos que o *load factor* da companhia apresentou um crescimento sólido, estando acima dos níveis do mercado doméstico brasileiro em todos os períodos. Aliado a isto, a taxa de utilização das aeronaves seguiu o mesmo movimento, atingindo um dos níveis mais altos do mundo (EXAME, 2002), resultando em aviões mais cheios e menos ociosos, de acordo com o modelo das LCCs.



Fonte: Companhia, ANAC

Figura 25 - Evolução de Load Factor e taxa de utilização de aeronaves – Anos Iniciais

Assim, pode-se dizer que o crescimento expressivo da GOL no mercado, aliado a positivos indicadores de eficiência operacional e de desempenho econômico (vide quadro abaixo) configuraram rapidamente um cenário de crescente interesse público na companhia, de forma que em 2003 o fundo de *private equity* americano AIG Capital realizou um aporte de recursos para a aquisição de 12,5% do capital da GOL, avaliada então em U\$ 200 milhões.



Fonte: Companhia

Figura 26 - Evolução do lucro líquido - R\$ Milhões – Anos Iniciais

Seguindo o cronograma de crescimento, em 24 de junho de 2004 a GOL realizou seu IPO, (*Initial Public Offering*) com negociação simultânea de 33,05 milhões de ações fixadas em R\$25,67 na BOVESPA em U\$17,00 (ADR) na NYSE, em Nova Iorque. Os recursos captados, da ordem de R\$500 Milhões, representaram uma alienação de aproximadamente 20% do capital social da companhia, e construiriam uma base financeira sólida para viabilizar o crescimento da companhia (GOL, 2005), conforme ilustra o quadro abaixo.

Tabela 6 - Composição do Capital Social – Oferta Pública de Ações

Acionistas	Ações Ordinárias		Ações Preferenciais antes da Oferta Global		Ações Preferenciais após a Oferta Global ⁽¹⁾	
	Ações	%	Ações	%	Ações	%
Aeropor Participações S.A. ⁽²⁾	109.448.477 ⁽³⁾	100,00	31.493.863	53,07	31.493.863	40,33%
BSSF Air Holdings LLC ^{(*) (4)}	6	-	21.099.100	35,55	10.199.100	13,06%
Comporte Participações S.A. ^{(*) (5)}	-	-	6.751.775 ⁽⁶⁾	11,38	3.351.775	4,29%
Conselheiros e diretores ⁽⁷⁾	14	**	8	**	8	**
Mercado (<i>free float</i>)	-	-	-	-	33.050.000	42,32%
Tesouraria	-	-	-	-	-	-
Total	109.448.497	100,00	59.344.746	100,00	78.094.746	100,00

Fonte: Prospecto de Oferta Pública de ações, 2004

Em 2007, a GOL adquiriu a VRG, uma Unidade Produtiva Isolada da antiga Varig, realizando uma transação que marcaria o mercado nacional e operação da companhia. Pela aquisição foi pago o valor de US\$ 98 milhões em dinheiro, além da transferência de 3% das ações PN da GOL e a incorporação de uma dívida de R\$100 milhões em debêntures emitidas pela Varig. No que tange a estratégia da transação, uma análise das companhias evidencia que praticamente todos os pilares do modelo *LCC* da GOL eram opostos ao modelo da Varig, o que conferiu uma maior complexidade para as operações (EXAME, 2007). Por um lado, a GOL ampliou consideravelmente sua atuação internacional e obteve *slots* em aeroportos domésticos (124 apenas em Congonhas), aumentando seu poder de mercado e evitando a expansão de concorrentes. Por outro, a aquisição da Varig teve um impacto direto na eficiência operacional e financeira da GOL. Taxas de ocupação abaixo de 50% em voos internacionais; frota diversificada, mais antiga e ociosa; serviço de bordo superior e divisão de classes; estrutura corporativa inflada; passivos trabalhistas; entre outros, serviram como entraves à manutenção de indicadores de eficiência nos níveis até então observados na GOL.

Assim, em aproximadamente 2 anos após a aquisição, grande parte da estrutura da Varig havia sido simplificada e incorporada à GOL. Os voos intercontinentais foram extintos, a frota reduzida a dois modelos de aeronaves, os sistemas foram integrados e as operações unificadas e focadas na América Latina. (GOL, 2009). Ainda, como fruto da aquisição, foi criada em 2009 a classe *Comfort*, com maior espaço entre poltronas e serviço diferenciado, que serviria de base para o atual GOL+Conforto.

No mesmo ano, a empresa passou a vender suas passagens em parceria com bancos nacionais, oferecendo parcelamento em até 36 vezes, buscando expandir seu mercado potencial, além de introduzir a venda de bebidas e alimentos a bordo (*Buy on Board*), de maneira a gerar receitas auxiliares, sem comprometer a estrutura de custos ou valor das tarifas (GOL, 2012).

No que tange a estratégia global da companhia e parcerias, observa-se que a partir de 2008 a companhia iniciou uma série de relacionamentos com companhias estrangeiras, com o objetivo de incrementar demanda e aumentar sua participação no mercado da América Latina. Assim, foram firmados acordos de *Interline* com companhias como American Airlines, Air France e KLM, e oferecidos voos em *code-share*. Neste sentido, algumas parcerias, como com a americana Delta Airlines, viriam a se tornar o ponto de partida para maiores investimentos e especulações de mercado, como a aquisição de uma posição minoritária na GOL e a possibilidade de aumento de posição, conforme mencionado no item 5 deste trabalho.

Finalmente, em relação ao crescimento da companhia, vale ressaltar a aquisição da Webjet, uma empresa *LCC*, em 2011 por R\$285 milhões, dos quais R\$215 relativos a obrigações do *target*. Segundo a companhia, a aquisição fortaleceria a posição no mercado nacional, principalmente através do aumento de presença em aeroportos estratégicos (GOL, 2011).

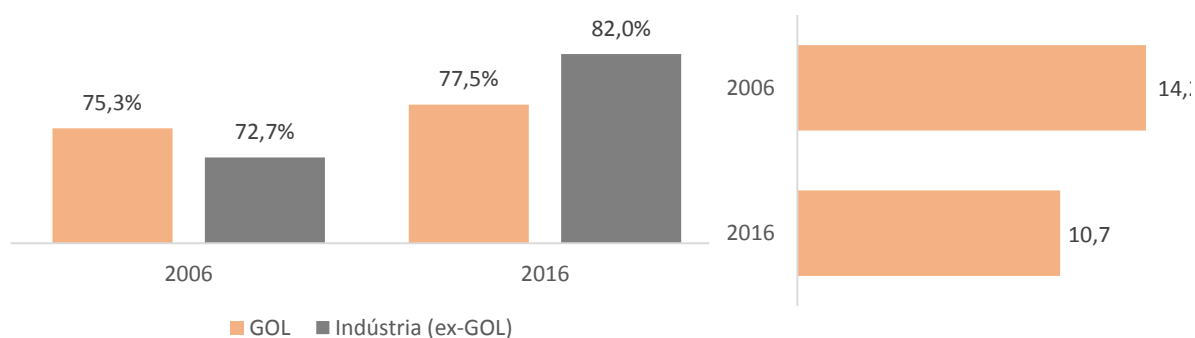
4.3. Panorama atual

A GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. é atualmente o maior grupo de serviços de transporte e viagem aérea do Brasil, sendo líder no mercado doméstico com 35,6% de *market-share* (ANAC, agosto 2016). Ao todo a companhia oferece cerca de 860 voos diários para 65 destinos, dos quais 13 internacionais na América do Sul e Caribe e conta com uma frota de 139 aeronaves, além de um quadro de 15.280 funcionários (GOL, 2016).

Além do transporte de passageiros através da GOL, a companhia conta com a GOLLOG, uma divisão de transporte e logística de cargas que atende mais de 3,000 municípios nacionais e 90 destinos internacionais através de parceiros e que é responsável por 14,3% da receita líquida da companhia. Além disso, a companhia detém 54,1% de participação na empresa SMILES S.A., responsável pelo programa de fidelidade *Smiles*, com mais de 11 milhões de participantes cadastrados.

Em uma variação do modelo *LCC*, a GOL opera hoje segundo características de uma *hybrid*, sendo caracterizada apenas como uma companhia de baixo custo, e não mais de baixa tarifa (GOL, 2016). Segundo dos Anjos (2014), o mercado brasileiro foi marcado pela crescente competição na última década e foi se equilibrando, de forma que a GOL manteve suas tarifas no mesmo patamar das suas concorrentes, apesar de manter uma forte gestão de custos.

Ainda neste sentido, a evolução da companhia destacada no item anterior, mostra que a GOL ganhou complexidade em seus 15 anos de história, seja pelas aquisições realizadas, pelo crescimento operacional orgânico, ou por mudanças estratégicas. Assim, se analisarmos um dos principais pilares do modelo *LCC*, a alta utilização de recursos, vemos que tanto o *load factor* quanto a taxa de utilização das aeronaves, que eram referências para o mercado, se deterioraram em comparação com o início das operações da companhia ou em relação ao resto da indústria. Assim, ao passo que em 2006 a utilização de aeronaves era da ordem 14,2 horas por dia, hoje este índice está em 10,7. Também, enquanto a taxa de ocupação era 2,6% acima da média de mercado em 2006, hoje encontra-se aproximadamente 5% abaixo da concorrência.



Fonte: ANAC, GOL. Dados acumulados do período de janeiro a agosto

Figura 27 - Comparação do Load Factor e taxa de utilização de aeronaves

Entretanto, apesar de podermos, de fato, atribuir esta mudança ao ganho de complexidade da companhia e à consequente perda de aderência ao modelo *LCC*, deve-se ressaltar o desenvolvimento do setor no sentido da redução de tarifas e de uma melhor eficiência na última década, conforme visto no item 3 deste trabalho. Desta maneira, os grandes diferenciais que marcaram a GOL quando de sua criação em 2001 foram aos poucos incorporados pelo mercado.

Mais recentemente, a deterioração do ambiente econômico a partir de 2014 no Brasil impactou diretamente a performance da companhia, principalmente através da redução da demanda, além do aumento de custos operacionais e despesas financeiras. Como resultado, observa-se uma queda no valor atribuído à GOL pelo mercado em 2015, principalmente em função da incerteza sobre a capacidade da companhia de reverter este quadro e voltar a apresentar uma lucratividade sustentável.



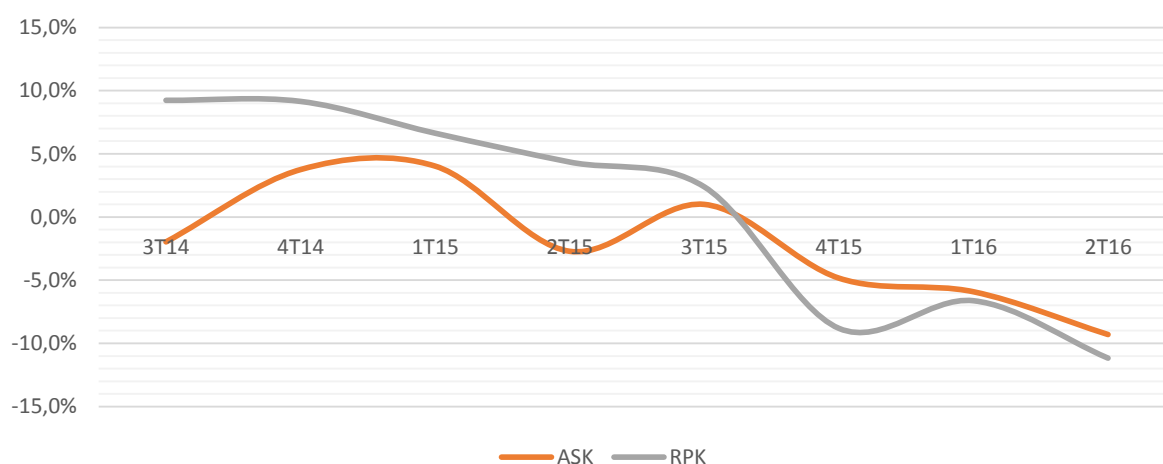
Fonte: Bovespa

Figura 28 - Evolução do preço da ação nos últimos 5 anos

Neste sentido, a estratégia de curto / médio prazo da companhia tem se baseado em: (i) ajustes de otimização operacional; (ii) e de melhoria da posição de liquidez, abordados a seguir.

Através da análise do tráfego de passageiros e a oferta de assentos, observa-se a desaceleração da demanda em termos de RPK a partir da segunda metade de 2014, acompanhada de uma redução de ASK a partir de 2015, de forma a mitigar o impacto negativo na taxa de ocupação das aeronaves. Para isto, a companhia vem tomando medidas de adequação operacional, como: (i) redesenho da malha de voos com foco nos principais aeroportos, (ii) otimização de frequências e horários; (iii) suspensão de rotas menos rentáveis, sendo oito apenas em 2016; e redução de frota (GOL, 2016).

Apenas em 2016, observa-se uma redução da oferta de ASK da ordem de 8%, através do corte de 14% das decolagens / assentos oferecidos.

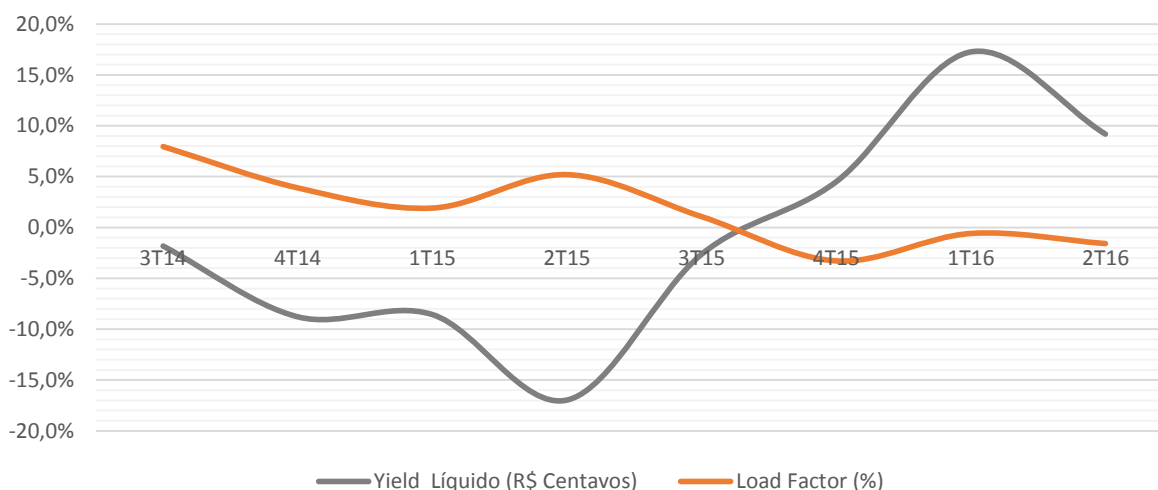


Fonte: Companhia, ANAC

Figura 29 - Evolução recente em ASK e RPK

Ainda, além da reestruturação operacional com menor oferta de ASKs, observa-se que na tentativa de manter a taxa de ocupação das aeronaves a níveis razoáveis, a GOL (assim como todo o mercado brasileiro) absorveu parte do efeito negativo na demanda através da redução de preços, conforme evidenciado pela variação negativa do *yield* observada em 2014 e 2015. Entretanto, a partir de 2016, a companhia vem adotando a estratégia de maximizar a receita unitária, mesmo que em detrimento das taxas de ocupação, que deveriam ser suportadas pelas melhorias operacionais acima mencionadas. De fato, vemos através do ajuste da malha de voos o foco em segmentos de mercados mais rentáveis e menos sensíveis a preço, representados principalmente por clientes corporativos. Assim, observa-se o foco em voos de curta duração a

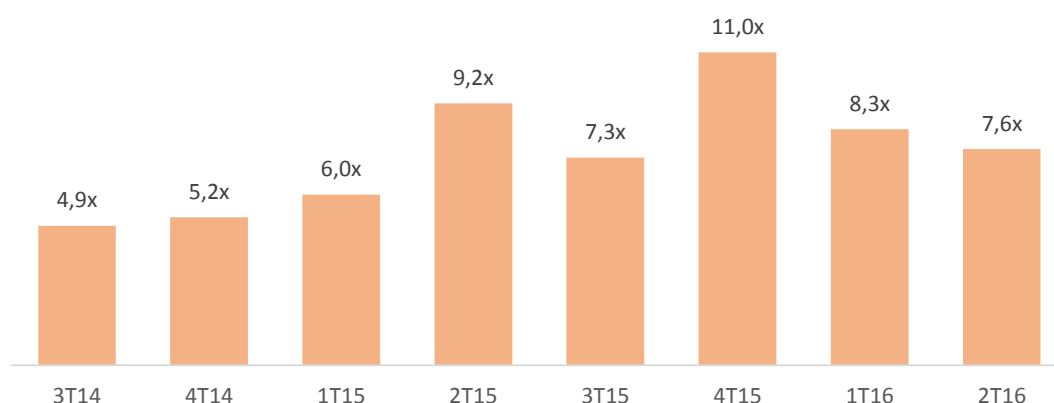
partir de aeroportos estratégicos em horários de alta demanda corporativa, que são substituídos por voos de longa distância com foco no mercado de lazer em horários de baixa procura (GOL, 2016). Como resultado desta estratégia, observa-se a partir de 4T15 um aumento no *yield* da companhia acompanhado de uma taxa de ocupação estável, além da liderança no segmento corporativo no Brasil, alcançada no primeiro semestre de 2016 (GOL, 2016).



Fonte: Companhia

Figura 30 - Evolução recente em yield e load factor

Além dos ajustes operacionais mencionados, um dos pontos de forte atenção da administração tem sido medidas para aumento da liquidez e melhoria da estrutura de capital (GOL, 2016). De fato, uma análise da dívida ajustada (dívida e *leasing*) da GOL evidencia o aumento das obrigações com *stakeholders* ao longo dos últimos 5 anos como forma de viabilizar o crescimento até então esperado, chegando a 11,0x, um dos patamares mais elevados do mercado, conforme o quadro abaixo.



Fonte: Companhia

Figura 31 - Dívida líquida / EBITDAR

Assim, atualmente a companhia possui compromissos, entre dívidas e contratos de arrendamento, da ordem de R\$15,7 bilhões (4T15), conforme quadro a seguir. Além disso, com a aproximadamente 50% das despesas operacionais e 86% da dívida indexadas à moeda americana (contra apenas 13% das receitas), constitui-se um cenário de alta exposição financeira a variações cambiais, fato que se tornou crítico a partir de 2014, com a valorização do dólar frente ao real.

Tabela 7 - Composição da dívida em 30/12/2015

Dívida Bruta (R\$ Milhões)	6.953,50
Empréstimos Bancários	5.031,30
Financiamento das Aeronaves	1.922,20
Leasing (R\$ Milhões)	8.760,40
Arrendamento YTD x7 anos	8.760,40
Dívida Bruta Ajustada	15.713,90
% da dívida em moeda estrangeira	83,50%
% da dívida no curto prazo	14,40%
% da dívida no longo prazo	85,60%

Fonte: Companhia

Neste sentido, destaca-se também o aumento das parcerias internacionais da GOL, com oferta de voos em *code-share*. Através desta integração, a companhia aumenta a exposição da sua receita ao dólar, na medida em que possibilita aos passageiros internacionais a compra de bilhetes através das parceiras. O quadro a seguir retrata as atuais alianças da GOL:



Fonte: Companhia

Figura 32 - Parcerias estratégicas da GOL

Assim, em um cenário com expressivo aumento da dívida e alta exposição ao FX, aliados à redução operacional em curso, a GOL vem adotando um plano de reestruturação financeira abrangendo os seguintes pontos:

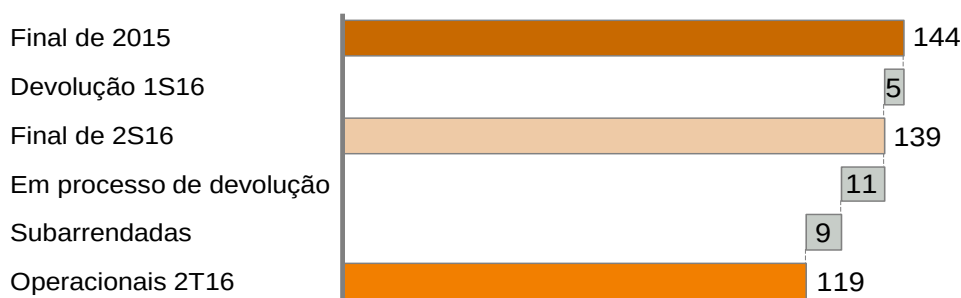
- Permuta de bonds em USD: A GOL anunciou em 2T16 uma oferta de permuta de títulos de dívida (*notes*) sem garantia em circulação no mercado internacional (emitidos em USD) por novos títulos com garantia real (peças repositórias de aeronaves) na tentativa de reduzir sua dívida. Ao final do processo, *bondholders* representando cerca de 22% (US\$175 milhões) do valor dos títulos antigos aceitaram um corte médio da ordem de 50%, alterando sua posição para US\$74 milhões em títulos novos. Assim, a oferta reduziu a dívida da companhia em US\$101 milhões e deve gerar uma economia de US\$ 9 milhões por ano em pagamento de juros. O quadro a seguir retrata a transação.

Tabela 8 - Panorama geral da permuta de bonds

Bonds Antigos	Valor Pre-Offer	Valor Post-Offer	Redução	%	Haircut %	Bonds Novos	Valor Emitido	Spare Parts	% Coberto	Cupom
GOL 17	84	57	27	32%	27%	GOL 18	14			9,50%
GOL 20	158	117	41	26%	53%	GOL 21	41			9,50%
GOL 22	325	279	46	14%	53%	GOL 28	18			9,50%
VRG 23	35	21	14	40%	53%	Total	73	223	303%	9,50%
GOL Prep	200	154	47	23%	61%					
Total	802	628	175	22%	50%					

Fonte: Companhia, elaboração própria

- Renegociação das debentures com bancos brasileiros: A renegociação das debentures com o Banco do Brasil e Bradesco possibilitou a extensão dos prazos de pagamentos de R\$225 milhões (dos R\$1,025 bilhão totais) de principal que ocorreriam em 2016 e 2017 para 2019 às mesmas taxas de juros, de forma a aliviar o fluxo de caixa da companhia no curto prazo.
- Injeção de capital: Em 2015, foi realizada uma injeção de capital pelos acionistas de US\$150 milhões, incluindo US\$100 milhões do grupo controlador, que manteve sua participação de 63% no capital, e US\$50 milhões da Delta Airlines, que elevou sua participação a 9,5% do capital social da companhia.
- Reestruturação da frota: Destaca-se a necessidade de redução de frota em um cenário de redução de ASK e consequente queda na utilização das aeronaves. Neste sentido, do total de 139 aeronaves na frota GOL, apenas 119 estão operacionais, de forma que 9 foram subarrendadas para outras companhias e 11 estão em processo de devolução, de forma que a companhia espera terminar o ano com um total de 122 aeronaves. Ainda, a GOL renegociou com a fabricante de aviões Boeing o cronograma de entrega de novas aeronaves (recebimentos postergados para 2018), flexibilizando a saída de caixa aproximadamente R\$556 milhões para o recebimento das mesmas.



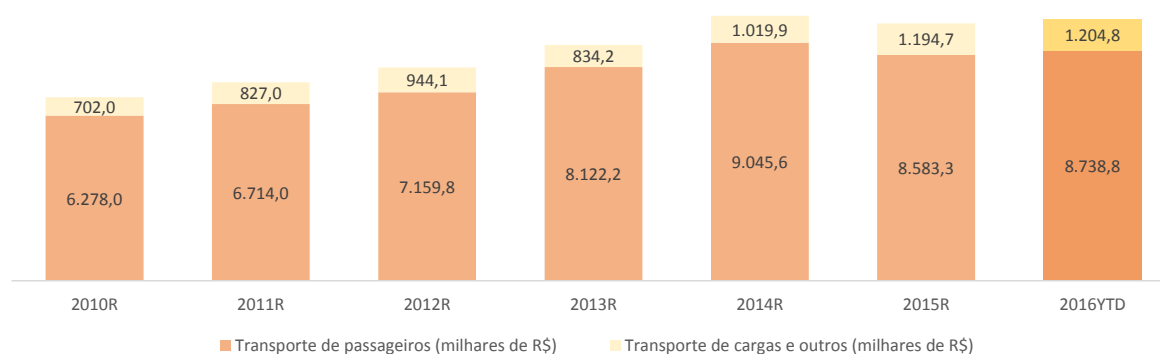
Fonte: Companhia

Figura 33 – Build-up da frota

4.4. Resumo financeiro

Os dados apresentados a seguir são relativos ao resultado consolidado da companhia em 2015. São apresentados também dados de 2016 YTD para efeito de entendimento do comportamento da companhia no ano atual, que servirá como base para as projeções do modelo.

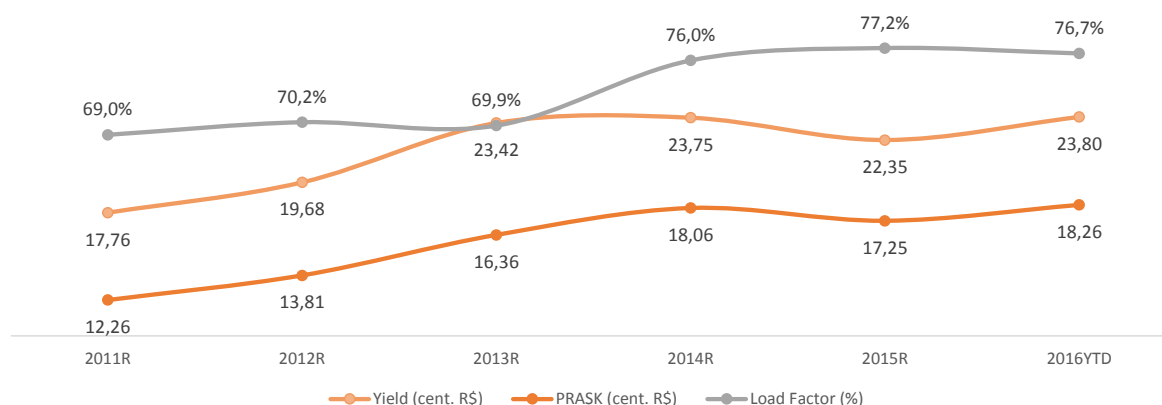
A GOL apresenta um faturamento líquido anual de R\$9,778 bilhões. Suas receitas são divididas em dois grandes blocos, relacionados a transportes de passageiros através da GOL e transporte de cargas através da GOLLOG. A linha de transporte de passageiros é responsável por 87,8% da receita líquida total, dos quais 11,3% é proveniente de passageiros internacionais. De 2010 a 2015, a receita líquida da companhia tem crescido a uma taxa anual média de 7,0%, com o segmento de cargas incrementando sua representatividade. Enquanto este segmento apresenta um CAGR de 11,2% ao ano no período, as receitas de passageiros são mais estáveis, crescendo a uma taxa de 6,5%.



Fonte: Companhia

Figura 34 - Evolução da receita líquida segmentada

Em relação ao transporte de passageiros, observa-se um crescimento do da receita unitária por ASK (PRASK) a uma taxa anual média de 8,9%, decorrente de um aumento médio no *yield* da ordem de 5,9% e incremento médio de 2,8% ao ano na taxa de ocupação das aeronaves.

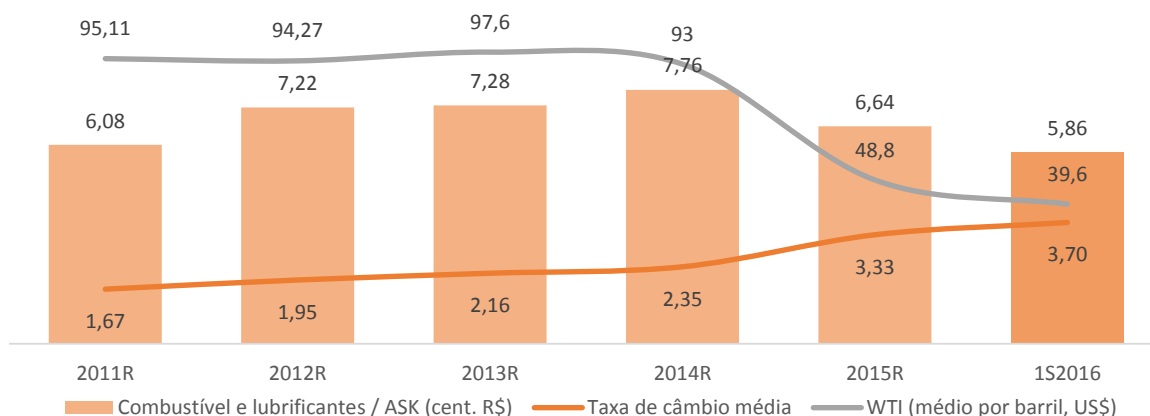


Fonte: Companhia

Figura 35 - Evolução do yield, load factor e PRASK

Os custos e despesas operacionais totalizam R\$9,958 bilhões e vem crescendo a uma taxa média anual de 9,7% entre 2010 e 2015, (2,7% acima da receita líquida). Ainda, destacam-se as seguintes linhas de custo:

- Combustível de aviação: Compõe isoladamente o maior custo operacional da companhia, representando 31,2%. Variáveis determinantes para o mesmo são o preço do barril de petróleo, e a taxa de câmbio, conforme quadro abaixo.



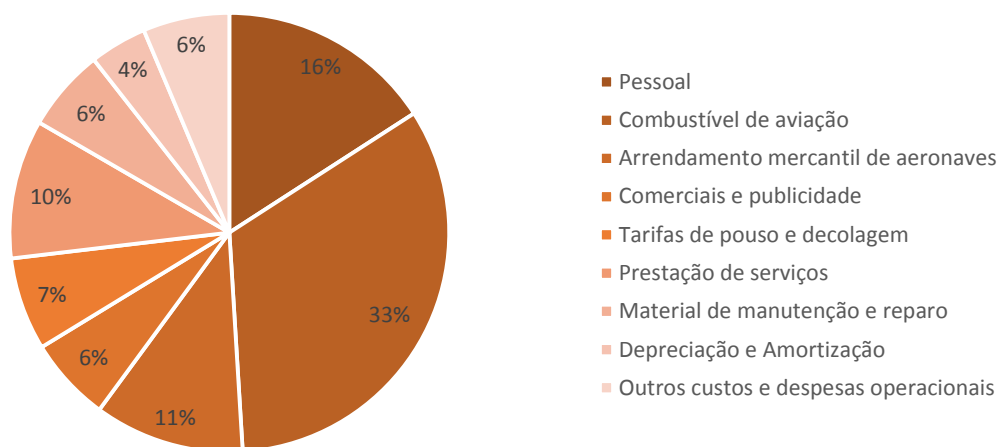
Fonte: Companhia

Figura 36 - Custo com combustível em comparação com FX Rate e preço do barril de petróleo

- Pessoal: Gastos com pessoal remetem a todos os funcionários contratados da companhia, seja tripulação, pessoal de solo e administrativo, representando 16,1% do total.

- Arrendamento mercantil de aeronaves: Diz respeito aos contratos de *leasing* para utilização dos aviões. Da frota atual, observa-se que a GOL possui 139 aeronaves arrendadas, 102 das quais sob regime de *leasing* operacional e 37 sob *leasing* financeiro. Neste ponto, tornam-se importantes custos não recorrentes, como de devolução de aeronaves, além da taxa de câmbio, visto a elaboração dos contratos com base na moeda americana.
- Tarifas de pouso e decolagem: Contempla todas as tarifas aeroportuárias definidas pela Infraero, tais como tarifa de pouso e de auxílio navegação.
- Material de manutenção e reparo: Contempla principalmente gastos com manutenção das aeronaves / motores e é função da variação cambial, dadas as compras de materiais no exterior junto à Boeing.

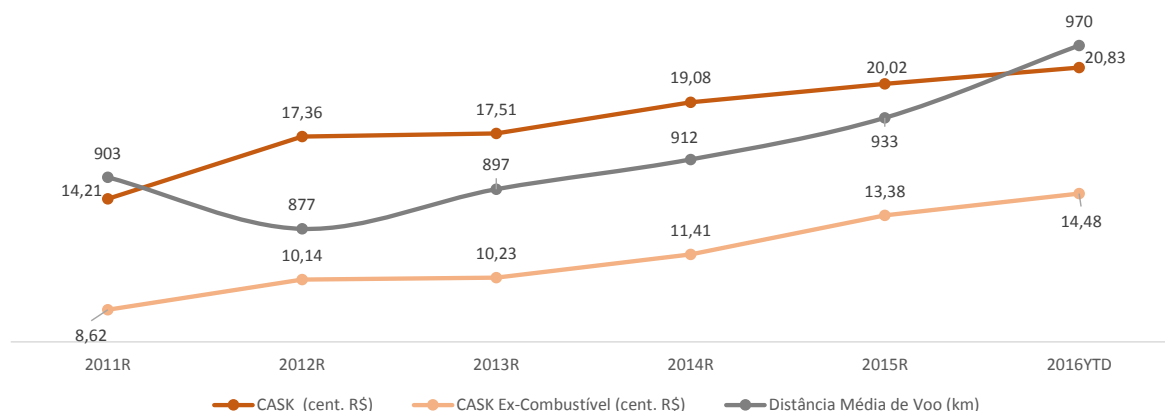
Ainda, observa-se que aproximadamente 60% da estrutura de custos está indexada à taxa de câmbio, e que 4 grupos são responsáveis por 70% dos custos e despesas. O quadro abaixo se refere à atual estrutura:



Fonte: Companhia

Figura 37 - Breakdown de custos e despesas operacionais, 2015

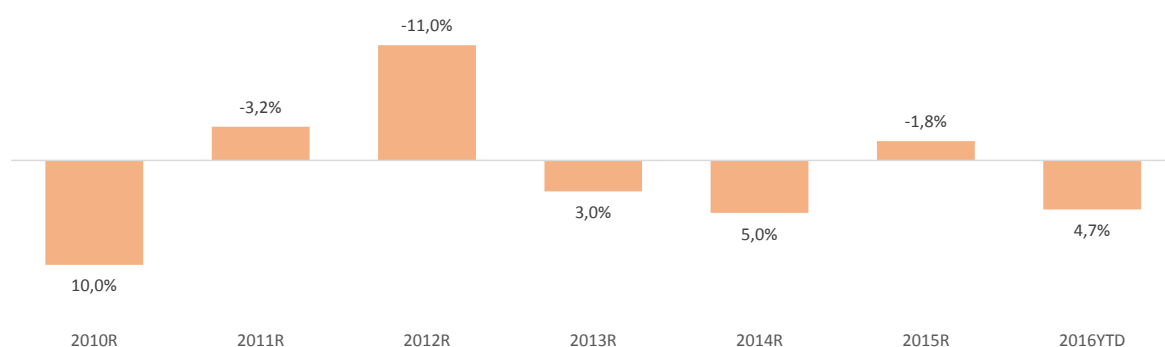
Em relação aos custos unitários, observa-se um crescimento médio anual do CASK da ordem de 8,9% e de 11,6% se ajustado para desconsiderar o efeito dos custos com combustível. Ainda, destaca-se a correlação negativa entre CASK e distância média de voo, na medida que um aumento da última gera uma diluição maior dos custos fixos.



Fonte: Companhia

Figura 38 - Evolução dos custos unitários em função da distância de voo

Assim, temos em linhas gerais uma operação com receitas líquidas da mesma ordem de grandeza que os custos e despesas operacionais. Ainda, se somarmos o efeito da oscilação de variáveis significativas para custos e despesas, como taxa de câmbio e preço do combustível, aliado a fatores influenciadores da receita, como *load fator*, temos um resultado operacional que oscila em torno do *breakeven*, conforme mostra o quadro a seguir.



Fonte: Companhia

Figura 39 - Evolução recente do lucro líquido

5. Contextualização da aquisição

Conforme elementos estruturais e situacionais evidenciados nos itens acima, é formado um cenário em que se considera uma possível transação de *M&A* envolvendo uma companhia de capital nacional e outra estrangeira. Neste cenário, especula-se uma um aumento de participação da Delta Airlines (NYSE: DAL) na GOL (BOVESPA: GOLL4).

De fato, uma análise da estrutura acionária desta, demonstra que a Delta vem aumentando sua participação na empresa brasileira, o que reforça o interesse da mesma no mercado nacional. Em dezembro de 2011, a Delta deu o primeiro passo neste sentido, adquirindo cerca de 3% da companhia brasileira por U\$100 milhões em um acordo vinculante. Desde então, as companhias têm atuado como parceiras através de acordos comerciais com integração das operações, incluindo:

- *Code-share* nas rotas Brasil – EUA, permitindo a comercialização de bilhetes através das plataformas de venda individuais, e a experiência de operações unificadas para o cliente;
- Cobertura unificada dos programas de milhagem Delta (*SkyMiles*) e GOL (*Smiles*) para acúmulo e resgate de milhas, além da utilização de benefícios correspondentes em ambos os programas;
- Compartilhamento de ações comerciais e promocionais;
- Compartilhamento de serviços de atendimento, manutenção, apoio logístico e salas VIP.

Posteriormente, em meio a uma das ações de reestruturação da GOL em julho de 2015, a companhia americana reforçou o interesse na parceria, através da aquisição de U\$50 milhões em ações preferenciais da companhia brasileira, de forma a atingir sua atual participação de 9,48% no capital social da mesma. Ainda, destaca-se o momento negativo da GOL no momento da transação, possibilitando um aumento de aproximadamente 6,5% na posição da Delta por 50% do valor da transação efetuada em 2011, conforme refletido na evolução do preço da ação no período.

Neste momento, a Delta também garantiu um empréstimo de longo prazo de U\$300 milhões da GOL com terceiros e prorrogou os acordos comerciais acima mencionados, reforçando sua posição na companhia.

5.1. Delta

A Delta foi fundada em 1924 e atualmente é a terceira maior companhia do mundo e possui a maior rede internacional dentre as companhias aéreas americanas, oferecendo voos para 319 destinos em 57 países. A companhia possui sua sede e seu principal *hub* em Atlanta, considerado o aeroporto com maior fluxo de passageiros do mundo (*Hartsfield–Jackson International Airport*). A companhia é uma típica *full service* e apresentou ao final de 2015 uma receita operacional de U\$40,7 bilhões, dos quais 86% foram provenientes do transporte de passageiros. Para isso, a companhia possui uma grande estrutura global e conta com aproximadamente 800 mil funcionários, além de uma frota de cerca de 960 aeronaves.

Apesar dos números expressivos, destaca-se que a companhia passou no biênio de 2004 e 2005 por um extenso processo de recuperação culminando em um pedido de recuperação judicial em setembro de 2015, após ter acumulado mais de U\$7 bilhões em prejuízo nos 5 anos antecedentes. Em meio a este cenário, a companhia foi alvo de uma tentativa de aquisição pela US Airways, porém a transação não foi concretizada.

Outra transação, entretanto, marcou a história da companhia e serviu como base para seu desenvolvimento. Em 2008, a companhia se fundiu com a sua competidora Northwest Airlines, após esta também passar por um processo de recuperação judicial.

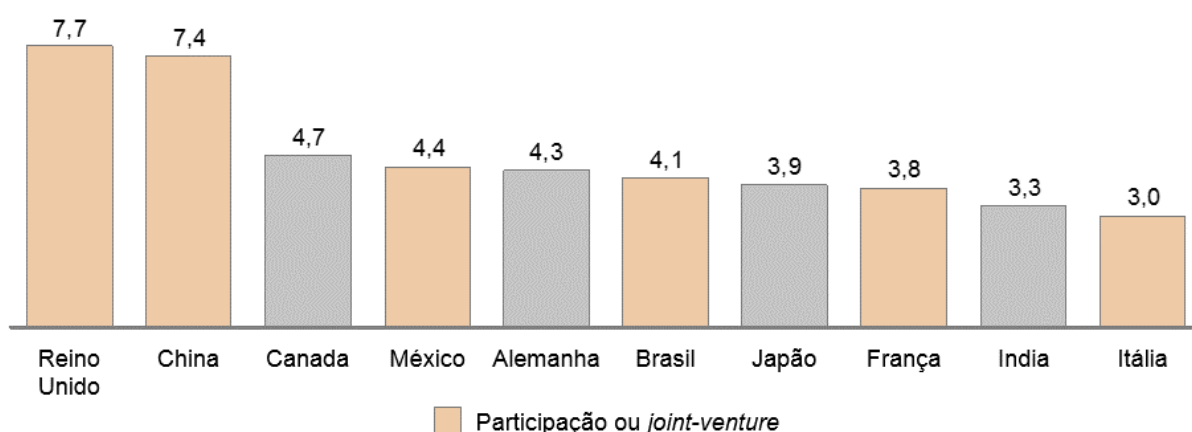
No que tange a estratégia da companhia, destaca-se o aumento de presença internacional como principal fonte de crescimento sustentável no médio / longo prazo (Delta, 2015). Neste sentido, a empresa vem buscando a consolidação de uma rede de transportes aéreos global, através de fortes parcerias e respeitando os limites de participação nos países (Bloomberg, 2015).

Assim, a Delta se encontra ativa no mercado em busca de oportunidades, através de um modelo de presença internacional baseado em dois pilares:

- *Joint-ventures*: Esta modalidade de parceria representa o principal pilar de atuação internacional da Delta, segundo o qual duas companhias participam de uma mesma operação, incorrendo nos mesmos riscos, custos e despesas, com o objetivo de maximizar receita. Os acordos de joint venture podem estar relacionados a um aporte de capital (*capital intensive*), ou podem ser apenas parcerias vinculantes (*binding*). Segundo este modelo, destacam-se as *joint-ventures* com a Air France/KLM, Virgin Atlantic e Virgin Australia, além da mais recente com a Aeromexico (investimento de U\$1,5 bilhão pendente aprovação).

- Investimento em participações: Através de investimentos em companhias de mercados com alto potencial de crescimento, a Delta procura expandir sua rede de forma inorgânica e criando espaço para o desenvolvimento futuro nestes mercados. Segundo seu CEO, a companhia busca oportunidades de longo prazo em mercados crescentes, como Brasil, México e China, de forma que se encontra ativa no mercado de *M&A*. Recentemente, destacam-se: (i) a aquisição de 3,6% da China Eastern Airlines por US\$450 milhões em julho de 2015; (ii) o aumento de participação na GOL em setembro de 2015; (iii) aquisição de 49% da Virgin Atlantic em 2012.

Como resultado, dos 10 maiores mercados atendidos pela Delta internacionalmente, em 7 observa-se algum tipo de integração, seja pelos modelos acima mencionados, seja pela criação de um *hub*, como no caso do Japão.



Fonte: Delta Airlines

Figura 40 - Top 10 países em receita internacional em 2014 (USD bilhões)

5.2. Análise Estratégica

Atualmente, a Delta possui uma série de acordos comerciais vinculantes com a GOL (conforme descrito no início deste capítulo) e uma participação minoritária no capital da mesma. Em linha com as diretrizes de aumento de presença em mercados de alto potencial de crescimento no médio / longo prazo, destacam-se os seguintes pontos a favor de uma eventual aquisição da GOL no curto prazo:

5.2.1. Sinergias

Como principal benefício da transação, destacam-se o aumento das receitas e o fortalecimento da Delta no mercado global através da incorporação de uma receita da ordem de R\$10 bilhões e uma malha de voos composta por 65 destinos atualmente não servidos pela companhia americana. Neste cenário, a Delta viria a controlar a empresa com maior participação no transporte aéreo brasileiro, um mercado chave para seu crescimento de longo prazo. Assim, deve-se considerar as sinergias decorrentes da incorporação do tráfego de aproximadamente 40 milhões de passageiros pagantes GOL na estrutura Delta, e vice-versa, podendo servir como alavanca para o crescimento em ambos os mercados.

O oferecimento de uma malha de voos conjunta segundo a mesma unidade comercial seria um importante fator para a captura de tráfego adicional, na medida em que alavancaria a presença de mercado do grupo, através da relevância individual das companhias. Assim, poderiam se beneficiar do (i) uso da presença local própria e do (ii) aumento de presença nos “novos” mercados para agregar tráfego adicional ao conjunto, através de um maior direcionamento de tráfego para a rede e maior geração de tráfego. Neste sentido, um passageiro Delta teria acesso aos serviços GOL e acredita-se que estaria mais propenso à utilização destes, uma vez que estaria interagindo com uma empresa localmente relevante no momento da tomada de decisão e de toda a experiência como consumidor. Segundo a companhia brasileira, atualmente apenas 30% dos clientes Delta que viajam ao Brasil continuam suas viagens com a bandeira GOL, evidenciando o potencial de crescimento desta parcela e a decorrente expansão no mercado nacional brasileiro. De forma similar, o direcionamento de passageiros GOL para a Delta também representaria um incremento na demanda, especialmente em um mercado competitivo como o dos EUA. Além disso, a entrada no mercado americano para a GOL e o fortalecimento no mercado brasileiro para a Delta (seja sob a mesma bandeira ou não) através das contrapartes estimula não só o direcionamento do tráfego, mas também sua criação, dado que aumentaria o conhecimento do consumidor acerca dos serviços oferecidos pelo grupo e aumentaria o mercado potencial das ações comerciais e de *marketing*.

Neste sentido, vale destacar que a parceria comercial vigente desde 2011 já oferece às companhias alguns dos benefícios acima mencionados, através dos mecanismos retratados no início deste capítulo, entretanto, com menor integração se comparado à uma fusão ou aquisição com transferência de controle.

Além destes, vale ressaltar alguns ganhos especialmente relevantes para o setor aéreo, conforme evidenciado no item 3 deste trabalho. Dada a alta exposição da indústria a fatores macroeconômicos e outros de difícil controle pelas companhias aéreas, pode-se dizer que a operação conjunta das empresas serviria como uma fonte de diluição de risco operacional. A exposição a diferentes mercados consumidores e geografias, além de distintos cenários políticos e econômicos, contribuiriam para uma maior estabilidade do grupo. Não só isso, a maior flexibilidade na alocação de recursos, como por exemplo de aeronaves e pilotos, serviria para uma melhor adaptabilidade das operações às variações no mercado.

Em relação à frota, vale ressaltar que um aspecto importante do início da parceria entre as empresas em 2011 foi a transferência de 2 aeronaves modelo 767 então inutilizadas pela GOL para o portfólio da Delta, gerando uma economia estimada em U\$50 milhões para a primeira. Ainda, acredita-se que a companhia americana venha dando suporte ao plano de redução de frota da GOL, através do subarrendamento de cerca de 2 aeronaves 737 para seu portfolio, que conta com aproximadamente 960 aeronaves (incluindo ~140 Boeing 737) para diferentes operações.

Ainda, em relação aos ganhos de escala, destaca-se o aumento do poder de barganha com fornecedores, em especial com as fabricantes de avião e arrendadores. A diluição de riscos mencionada acima, além de uma frota conjunta estimada em mais de 1000 aeronaves, entre outros fatores, contribuiria para a negociação de contratos a preços mais baixos que os atuais e com preferência de recebimento.

Ademais, destacam-se potenciais sinergias para levantamento de recursos financeiros, em especial no mercado de crédito. Pelos fatores mencionados no item 3 deste trabalho, empréstimos e financiamentos tendem a ser expressivos nos balanços de companhias aéreas, assim como as despesas financeiras, em decorrência da alta exposição a fatores de risco, de forma que a operação conjunta entre as companhias pode contribuir para sua redução.

A análise do quadro de *rating* das duas companhias evidencia que enquanto a GOL é considerada como grau especulativo e de alto risco para as 3 agências, a Delta possui grau de investimento na Moody's, estando apenas um nível abaixo nas outras duas. Assim, pode-se dizer que a Delta é uma companhia que representa um investimento considerado mais seguro para o mercado, sendo capaz de contrair dívidas com estruturas mais flexíveis e menos onerosas, resultando em um menor risco financeiro. A GOL, por sua vez, tem se aproveitado deste cenário para suportar sua reestruturação e nomeou a Delta como agente garantidor na

emissão de uma dívida de U\$300 milhões em setembro de 2015, o que garantiu um custo financeiro cerca de 15% inferior à média do seu portfólio (6,5% ao ano e prazo de vencimento de cinco anos).

Tabela 9 - Comparação de risco segundo agências

Agência de Risco	Gol	Delta
Fitch	CC	BB+
Moody's	Caa3, Perspectiva Negativa	Baa3
Standard & Poor's	CCC, Perspectiva Negativa	BB+

Fonte: Agências de risco, setembro de 2016

Finalmente, vale ressaltar os ganhos de escala provenientes da utilização conjunta da estrutura das companhias. Neste sentido, as integrações de serviços de manutenção, de infraestrutura e time de solo e de atendimento, representam potenciais áreas de redução de custos para as companhias.

De fato, desde 2011 a Delta *TechOps*, unidade de manutenção da companhia presta serviços de *MRO* (manutenção, reparo e revisão) para as aeronaves GOL, até então realizados por terceiros. Segundo a parceria exclusiva, é previsto que a Delta *TechOps* realize a revisão de pelo menos 50% dos motores das aeronaves, além de prestar serviços de manutenção fora de linha para diversos componentes e partes da frota da companhia brasileira. Em contrapartida, a GOL realiza serviços de manutenção em linha para aeronaves da Delta com tempo de solo estendido nos aeroportos brasileiros.

5.2.2. Momento de mercado

Um dos principais pontos a favor de uma transação no curto prazo é o momento negativo do mercado brasileiro de transportes aéreos e da GOL. Conforme evidenciado no item 3 deste trabalho, o setor de aviação nacional vem apresentado prejuízo desde 2011, fato que se intensificou a partir de 2014 devido ao conturbado cenário político-econômico no Brasil. Neste cenário, a GOL foi uma das empresas mais impactadas, de forma que em 2015 apenas, a companhia perdeu 83% de seu valor de mercado. Apesar da recuperação parcial em 2016, após o anúncio de um extenso plano de reestruturação (vide item 4), no fechamento da Bovespa em 30 de setembro deste ano as ações GOLL4 foram cotadas a R\$6,24, resultando em um *market cap* de R\$1,31 bilhão, um desconto de 34% em relação à média dos últimos 5 anos. O quadro

abaixo refere-se aos eventos de aumento de participação acionária da Delta, evidenciando a variação na performance de mercado da GOL nos últimos 5 anos.

Tabela 10 - Aumento de participação histórico da Delta na GOL

	Dezembro, 2011	Julho, 2015	Setembro, 2016
Aumento de participação Delta	2,93%	6,55%	-
Preço de mercado	14,96	6,20	6,24
Preço de emissão	22,0	7,2	-
Prêmio de mercado	47%	16%	-

Fonte: Elaboração própria

Ainda, espera-se a partir de 2017 que uma recuperação do cenário macroeconômico brasileiro (de acordo com projeções do BACEN) possa servir como base para a recuperação da demanda por transportes aéreos. Este ponto, aliado à parcial recuperação de valor do real frente ao dólar e a manutenção do preço do barril de petróleo abaixo dos 50 dólares, devem servir como importantes alavancas para recuperação da indústria e da GOL, de forma que a rentabilidade deve ser recuperada ao longo dos próximos anos.

Ainda, no que diz respeito ao crescimento da indústria no longo prazo, a análise feita no item 3 evidencia o atraso dos mercados do Brasil e América do Sul em relação aos EUA / Europa e os fortes indicadores demográficos para a expansão do setor, de forma que a aquisição da GOL neste momento poderia se tornar o principal pilar para estratégia de longo prazo da Delta na região.

5.3. Transação possível

5.3.1. Transação esperada

Apesar de diversos fatores justificarem um possível interesse da Delta em aumentar substancialmente sua posição na GOL em direção a uma participação majoritária, acredita-se que uma transação deste caráter não deve ocorrer no curto prazo.

Primeiramente, uma análise mais detalhada da atuação internacional da Delta segundo os dois modelos de parceria mencionados evidencia a estratégia da companhia em aumentar a participação em mercados considerados de alto potencial sem, entretanto, adquirir seu controle ou consolidá-las sob a mesma companhia.

No caso mais recente, observa-se que a parceria com a Aeroméxico foi iniciada em 1994, seguindo com a assinatura em 2012 de um acordo comercial entre as mesmas com um investimento de U\$65 milhões, de forma similar ao ocorrido com a GOL. Posteriormente, em 2015 as companhias entraram com um pedido junto a órgãos reguladores para a liberação de uma *joint-venture*, culminando ao final do ano em uma proposta de aumento de participação de até 49% na companhia mexicana, isto é, de caráter minoritário, sem transição de controle, porém com direito a um assento no conselho administrativo. De fato, o mesmo pode ser observado nos outros investimentos da companhia. A aquisição de 49% da Virgin Atlantic em 2013, por exemplo, seguiu o mesmo modelo, sendo iniciada a partir de uma *joint-venture* entre os EUA e Reino Unido.

Ainda, no único caso de aquisição com troca de controle, com a Northwest em 2008, observa-se a reestruturação prévia das obrigações e despesas operacionais. À época, a companhia entrou com um pedido de recuperação judicial e previamente à transação já havia obtido significativos avanços para suportar seu *turnaround*, incluindo a liberação pelo governo americano para quebra de contrato de arrendamento em 200 de suas 263 sob *leasing*, a renegociação com pilotos e a aceitação de corte de salários, o congelamento do plano de previdência privada com prazo estendido em 17 anos, entre outros. Como resultado, aproximadamente um ano antes da fusão, o pedido de recuperação da Northwest foi suspenso, tendo contribuído para a redução da dívida da companhia em U\$4,2 bilhões e outros custos operacionais estimados em U\$1,4 bilhão.

Assim, a aquisição de parcela majoritária da GOL no atual cenário de alta alavancagem e pouca visibilidade sobre o resultado da reestruturação em curso não parece estar aderente à estratégia de *M&A* da companhia americana.

Além disso, no que se refere ao modelo de negócios, uma análise de transações históricas no setor de aviação no mundo não retorna nenhum evento similar – enquanto consolidações a nível regional são comuns, não se observa nenhum caso de aquisição de participação majoritária em uma companhia estrangeira por uma *full service* dos EUA ou Europa, em um mercado no qual o adquirente não possui uma operação significativa.

Ademais, no que tange o mercado brasileiro, acredita-se que apesar do forte potencial de crescimento, as diversas barreiras estruturais retratadas no item 3 reduzem a atratividade de uma transação majoritária no curto prazo no Brasil. Como exemplo, os impostos sobre querosene de aviação em voos domésticos, o forte protecionismo das leis trabalhistas brasileiras / do código brasileiro de aeronáutica, a infraestrutura deficiente em alguns aeroportos, entre

outros, impõem importantes barreiras para a exploração de algumas sinergias e limitam o que poderia ser feito pela Delta para suportar o *turnaround* da GOL.

5.3.2. Operações

O modelo de presença internacional da Delta prevê o estabelecimento de uma forte cooperação de caráter comercial e de parcial integração entre as operações. Neste sentido, os exemplos de aquisição demonstram um fortalecimento nas operações entre fronteiras (*cross-border*), sem, entretanto, alterar as operações domésticas das companhias parceiras.

Neste ponto, constitui-se uma importante diferença da GOL para as outras empresas em *joint-venture* com a Delta. Virgin Atlantic, Aeromexico e KLM/Airfrance são todas exemplos de *full service* com um expressivo fluxo de passageiros em rotas ligando os EUA ao Reino Unido, México, e França, respectivamente.

A operação conjunta da Delta com tais empresas, portanto, implica em uma atuação de escopo similar, o que sugere potenciais ganhos operacionais, com reestruturação de malha, frequências e inclusive de aeronaves. De fato, uma análise individual dos casos acima reflete tais mudanças.

No caso da Virgin Atlantic, observou-se em 2015 um aumento de 7 voos diários entre os EUA e Reino Unido; também, as cabines dos aviões foram alteradas, de maneira a manter uma uniformidade para o cliente. Em relação à Aeroméxico, destaca-se a determinação do órgão regulador local de eliminação de frequências com duplicidade entre as companhias; também, observa-se a previsão de aberturas de novos destinos interligando os dois países, que são bastante próximos geograficamente.

No que tange a GOL, observa-se que uma mudança nas operações não possui fundamento estratégico tal como nos casos acima mencionados. A companhia opera segundo um modelo significativamente distinto e sua presença *cross-border* não é relevante a ponto de justificar alterações visando o atingimento do mercado americano. Ainda, a companhia possui cerca de 90% de exposição ao mercado doméstico, a uma média de 10 horas de distância do *hub* principal da Delta, em Atlanta.

Adicionalmente, no cenário desenhado de aquisição de caráter minoritário, destaca-se que a influência da Delta seria limitada quanto às operações da companhia, dependente de assentos

no conselho. Este ponto, entretanto, não impede o desenvolvimento de sinergias comerciais e de *back-office*, tal como vistas desde o início da parceria em 2011.

Por fim, pode-se dizer que pontos acima mencionados constituem fortes indicativos contra a especulação de mercado acerca de um aumento de participação majoritário na GOL, não desconsiderando, entretanto, um aumento de participação minoritária com base no momento atual da companhia e no interesse explícito da Delta no mercado brasileiro. Ainda, os pontos acima mencionados indicam que a integração operacional entre GOL e Delta não deve ser alterada, na medida que o relacionamento *cross-border* é significativamente inferior se comparado aos acordos de *joint-venture* com outras companhias, não sendo viável sem se alterar o modelo de negócios da companhia brasileira.

5.3.3. Modelo de transação

Uma análise da composição acionária da GOL revela que a Delta possui uma participação de 9,48% na companhia, através de 16,19% das ações sem direito de voto (PN), conforme quadro a seguir.

Tabela 11 - Composição acionária da GOL

	<u>Ações Ordinárias</u>	<u>% ON</u>	<u>Ações Preferenciais</u>	<u>% PN</u>	<u>Total</u>	<u>%</u>
Delta Airlines	-		32.926.025	16,19%	32.926.025	9,48%
Fundo de Investimento em Participações Volutto	5.035.036.580	100,00%	68.915.078	33,88%	5.103.951.658	61,28%
JGP Gestão de Recursos LTDA.	-		11.627.500	5,72%	11.627.500	3,35%
Outros	560	0,00%	88.923.994	43,72%	88.924.554	25,61%
Ações em Tesouraria	-		991.371	0,49%	991.371	0,29%
Total	5.035.037.140	100,00%	203.383.968	100,00%	5.238.421.108	100,00%

Fonte: Companhia

Dado o alto grau de alavancagem atual da companhia e sua estrutura de capital com aproximadamente 90% em dívida, acredita-se que um eventual aumento de participação da Delta viria através da emissão de novas ações e decorrente aumento de capital em uma transação.

Em janeiro de 2015, a GOL realizou uma reestruturação da sua composição acionária com o objetivo de aumentar o potencial de capitalização da companhia, mediante criação de espaço adicional para emissão de novas ações preferenciais (PN), sem que seja necessária a emissão

de ações ordinárias (ON), cuja titularidade e transferência estão sujeitas a limitações legais e regulatórias específicas do setor de aviação civil (GOL, 2015).

Até o momento, a companhia estava próxima (48%) do limite legal de número de ações preferenciais fixado por lei em 50% do total acionário. Assim, para que o aumento de capital através da emissão de ações PN fosse possível, seria necessária a subscrição do mesmo número de ações ON pelo acionista controlador (Família Constantino), de forma que a capacidade de financiamento da companhia dependeria necessariamente do mesmo.

Ainda, vale lembrar que devido ao limite legal de 20% de ações ON para capital estrangeiro, a única maneira de se aumentar consideravelmente a participação estrangeira em uma empresa nacional seria através de ações PN.

Desta maneira, a companhia realizou um *split* de 35x em ações ON, simultaneamente ao aumento dos direitos patrimoniais das ações PN na mesma proporção, de maneira a viabilizar um aumento de capital de até R\$70 bilhões através da emissão de ações PN. De fato, se analisarmos a atual estrutura acionária, observa-se que das 5,2 bilhões de ações da companhia, apenas 4% é relativo a ações PN, estando significativamente abaixo do limite de 50%.

Desta maneira, pode-se dizer que mesmo com o limite de 20% de ações com direito de voto para o capital estrangeiro, o acesso da GOL ao capital não está restrito; a única coisa que se altera é a possibilidade de a Delta adquirir mais ações ordinárias em comparação com as preferenciais, apesar da restrição ao controle.

Assim, o aumento da participação da companhia americana na GOL deveria vir através de uma emissão de ações PN com preferência de subscrição pela Delta e da consequente diluição da participação dos outros acionistas.

6. Avaliação da empresa

A avaliação da empresa GOL (GOLL4) será tratada neste item através da metodologia de fluxo de caixa descontado e adicionalmente pela análise de múltiplos de mercado, de forma a complementar a primeira.

Para se projetar o fluxo de caixa da empresa, são adotadas premissas internas à operação, além de outras exógenas, extraídas de fontes comumente utilizadas pelo mercado, de forma a refletir o cenário construído nos itens anteriores.

Entretanto, vale ressaltar que a análise de uma empresa do setor de aviação através da modelagem financeira de seus fluxos de caixa apresenta importantes limitações, dado o caráter cíclico desta indústria, e principalmente a baixa visibilidade de longo prazo se comparada a outras. Neste sentido, destaca-se que a prática comum no mercado de capitais (áreas de *Equity Research* em bancos de investimento, destinadas à avaliação de empresas) é a projeção de curto prazo, em geral, de 1 ou 2 anos.

Na tentativa de mitigar o efeito mencionado acima, foi efetuada uma análise de sensibilidade dos resultados para variáveis chave do modelo. Também neste sentido, uma análise de múltiplos de mercado de companhias comparáveis representa uma fonte adicional de informação.

Finalmente, vale destacar que as premissas adotadas para as projeções financeiras são baseadas na empresa atual (*as-is*), sem a consideração de investimentos / projetos / mudanças decorrentes de uma eventual transação. Conforme evidenciado no item anterior, acredita-se que desde 2011 GOL e Delta venham capturando diversas sinergias decorrentes do seu acordo comercial, de forma que tais aspectos já estão incluídos no modelo. Ainda, conforme o modelo de presença internacional da Delta já mencionado, é reforçada a hipótese de que em um eventual aumento de participação na empresa brasileira, não se deve observar uma mudança significativa nas operações da mesma.

6.1. Fluxo de Caixa Descontado

Conforme retratado na análise da companhia, destaca-se que a GOL vem passando por um momento de reestruturação de suas operações em 2016. Neste sentido, o horizonte de projeção adotado foi de 5 anos, com término em 2020, a partir de dados consolidados de 2015. Acredita-

se que neste período a companhia retome um patamar estável de operação, e que a partir de 2020 seu crescimento deva se estabilizar em perpetuidade.

Ainda, vale destacar que certas premissas de curto prazo estão alinhadas com as perspectivas da administração da companhia e refletem as ações que vem sendo tomadas ao longo do ano. As mesmas serão destacadas ao longo deste capítulo.

6.1.1. *Available Seat Kilometers - ASK*

A capacidade de uma companhia aérea é determinante para a avaliação da mesma, na medida em que serve como base para grande parte das projeções de receitas e custos. Assim, a primeira etapa da modelagem foi estimar como seria o crescimento da oferta de ASKs da companhia durante o horizonte de projeção. Em uma releitura da descrição apresentada no item 3, pode-se expressar o ASK em função de:

$$ASK = \text{Distância média do trecho} * \text{Média de assentos} * \text{Decolagens}$$

Equação 20 - Cálculo de ASK

A distância média do trecho está relacionada à malha de voos adotada pela companhia, sendo resultado da alocação de destinos oferecidos. Para projeção desta, foi considerada a reformulação de malha ocorrida no primeiro semestre de 2016, além da tendência histórica de crescimento da distância média.

As duas variáveis seguintes foram projetadas com base na frota da companhia, uma vez que são dependentes da utilização das aeronaves e do *mix* de assentos das mesmas. As projeções de número de aeronaves, por sua vez, foram baseadas no plano de frota de 3 anos apresentado pela companhia em meio à estratégia de reestruturação em curso. Ao final deste período, acredita-se que a frota deva crescer em linha com o histórico dos últimos 5 anos prévios à reestruturação, uma vez que a companhia mantém junto à Boeing o compromisso para aquisição de aeronaves.

Tabela 12 - Projeção da Frota de Aeronaves

	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Boeing 737-800	88	105	106	107	99	102	105	108	111
<i>variação absoluta</i>					-8	3	3	3	3
Boeing 737-700	37	36	35	37	23	23	23	23	23
<i>variação absoluta</i>					-14	0	0	0	0
Frota	147	141	141	144	122	125	128	131	134
Média de assentos					167,2	168,7	168,9	169,1	169,2
Financeiro	45	46	45	46	40	41	42	43	44
Operacional	96	95	96	98	82	84	86	88	90

Assim, tem-se que o número médio de assentos é resultado do *mix* de aeronaves em operação, com configurações de 137 lugares (Boeing 737-700) a 176 lugares (Boeing 737-800). Neste sentido, acredita-se que o incremento da frota programado a partir de 2016 seja essencialmente focado no modelo mais novo, isto é, os 737-800, partindo da premissa de que a companhia tende a renovar sua frota de forma a manter a idade média da mesma estável. Observa-se ainda um *mix* de aeronaves sob diferentes modalidades de leasing, projetadas *pro-rata* durante o horizonte temporal do modelo.

Por fim, para a projeção do número de decolagens, foi estimado um crescimento diretamente proporcional à quantidade de aeronaves na frota, acrescido de um ganho de eficiência. Uma análise histórica da utilização das aeronaves da GOL em horas/dia demonstra um declínio médio anual de aproximadamente 35 minutos nos últimos 5 anos. Acredita-se que com a reestruturação da frota e malha, a companhia seja capaz de retomar até 2020 seu nível de utilização histórico. O quadro abaixo sumariza o racional de projeção mencionado acima.

Tabela 13 - Projeção de ASK

	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Frota	147	141	141	144	122	125	128	131	134
<i>variação ano a ano %</i>	N.A.	-4,1%	0,0%	2,1%	-15,3%	2,5%	2,4%	2,3%	2,3%
Utilização média (horas/dia)	12,1	11,7	11,5	11,3	11,6	11,8	11,8	11,9	11,9
<i>variação ano a ano %</i>	-6,2%	-3,3%	-1,7%	-1,7%	2,7%	1,3%	0,6%	0,3%	0,3%
Distância média de voo (km)	877	897	912	933	1008	1016	1024	1033	1041
<i>variação ano a ano %</i>	-2,9%	2,3%	1,7%	2,3%	8,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Decolagens	348.578	316.466	317.594	315.902	274.745	285.141	293.848	301.689	309.573
<i>variação ano a ano %</i>	6,9%	-9,2%	0,4%	-0,5%	-13,0%	3,8%	3,1%	2,7%	2,6%
Distância Total Voada (milhões)	305,7	283,9	289,6	294,7	276,8	289,7	301,0	311,5	322,3
<i>variação ano a ano %</i>	3,8%	-7,1%	2,0%	1,8%	-6,1%	4,6%	3,9%	3,5%	3,5%
Número de Assentos Médio	170	175	171	169	167	169	169	169	169
<i>variação ano a ano %</i>	-0,8%	3,1%	-2,3%	-1,2%	-0,9%	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%
Available Seat Kilometers	51.867,2	49.633,0	49.503,0	49.744,0	46.289,1	48.879,1	50.836,8	52.672,6	54.543,2
<i>variação ano a ano %</i>	3,0%	-4,3%	-0,3%	0,5%	-6,9%	5,6%	4,0%	3,6%	3,6%

Como resultado, das premissas adotadas, observa-se um crescimento de ASK médio de 1,9% ao ano, altamente impactado pelo corte de 6,9% projetado para o ano de 2016. Após este

período, observa-se uma recuperação na oferta da companhia tanto em termos de decolagens quanto em distância média de voo, sendo os principais drivers do aumento em ASKs.

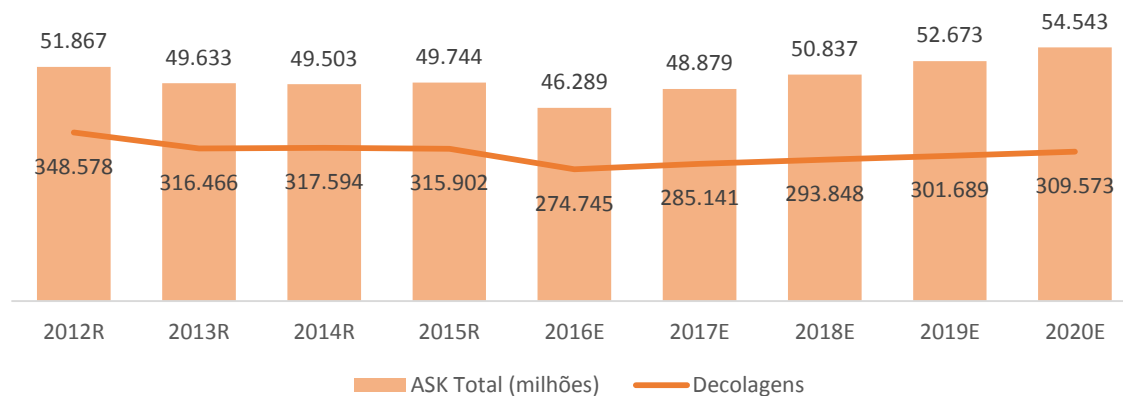


Figura 41 - Evolução de ASK em função das decolagens

6.1.2. Crescimento da receita

A segunda etapa do processo de modelagem foi projetar as receitas da GOL, com base no seu modelo de negócios e no mercado em que ela está inserida. Para isso, foram segmentadas as receitas relativas a passageiros das de carga e auxiliares, para melhor capturar o efeito da demanda.

A projeção da receita de passageiros é tratada de forma unitária, através do PRASK, ou receita de passageiros por ASK. Esta, por sua vez, é função do valor pago pelo passageiro por quilometro voado (*yield*) e da taxa de ocupação (*load factor*), conforme visto a seguir

$$PRASK = Yield * Load Factor$$

Equação 21 - Cálculo do PRASK

No que tange o crescimento do *yield*, acredita-se que a capacidade de aumento de preços da GOL seja limitada, uma vez que a indústria é altamente competitiva em relação às tarifas praticadas (vide item 3) e a tarifa praticada pela GOL está em linha com o mercado, restringindo sua capacidade de aumento de preços. Assim, para projeção desta linha foi considerado apenas o repasse de inflação, conforme projeções do Banco Central.

Para o ano de 2016, entretanto, destaca-se que a companhia vem adotando a estratégia de maximizar receita unitária através da manutenção de *yields* mais elevados. Assim, para este

período em específico foi considerado um aumento de preços real, acima dos 8% do IPCA. Vale destacar que este aumento não decorre exclusivamente do aumento de preços, sendo um reflexo do aprimoramento para rotas mais rentáveis e da redução em descontos praticados com o objetivo claro de se manter o *yield* a níveis superiores.

Para a estimativa da taxa de ocupação das aeronaves, deve-se considerar o efeito do aumento de preços na demanda por transportes aéreos. Historicamente, o crescimento da taxa de ocupação é em grande parte impactado negativamente pelo aumento real no preço das tarifas, conforme evidenciado por um coeficiente de correlação R^2 de -0,76. Apesar de este indicador não implicar em uma relação causal, observa-se que o mecanismo de controle de uma empresa se dá através do preço praticado, de forma que a taxa de ocupação deve derivar deste.

Assim, acredita-se que o *load factor* deva permanecer estável em caso de aumento real de preços. Nos casos de manutenção de preços ou de redução, são esperados um crescimento marginal (~1%) ou um crescimento em linha com o histórico recente (~3%), respectivamente. Neste sentido, vale ainda destacar que o crescimento da taxa de ocupação do mercado nacional nos últimos 10 anos é da ordem de 1,5% ao ano, de forma que tais premissas estão alinhadas ao mercado.

Como resultado deste racional, o crescimento anual médio do PRASK no horizonte de projeção de 5 anos encontra-se praticamente em linha com a inflação, estando 1,3% acima da mesma. O quadro abaixo se refere ao mecanismo de projeção de PRASK mencionado.

Tabela 14 - Projeção do PRASK

	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Yield por passageiro	19,68	23,42	23,75	22,35	24,13	25,35	26,52	27,71	28,95
<i>variação ano a ano (%) - nominal</i>	1,0%	19,0%	1,4%	-5,9%	8,0%	5,0%	4,6%	4,5%	4,5%
<i>variação ano a ano (cent.R\$) - real</i>	-0,94	2,58	-1,17	-3,93	0,24	0,00	0,00	0,00	0,00
IPCA	5,83%	5,91%	6,40%	10,67%	6,91%	5,03%	4,62%	4,51%	4,46%
<i>Sensibilidade</i>					1%	-	-	-	-
Load Factor	70,2%	69,9%	76,9%	77,2%	77,2%	78,2%	79,2%	80,2%	81,2%
<i>variação ano a ano (%)</i>	1,7%	-0,5%	10,1%	0,4%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
PRASK	13,81	16,36	18,27	17,26	18,64	19,83	21,01	22,23	23,51
% RASK	88,4%	90,7%	89,9%	87,8%	89,1%	88,8%	88,5%	88,2%	87,9%
RASK	15,63	18,04	20,33	19,66	20,9	22,3	23,7	25,2	26,8

Por fim, para a projeção da receita líquida operacional total, foi considerada a representatividade histórica das receitas de cargas e auxiliares nos últimos 5 anos da companhia. Devido à inclusão de fontes de receitas adicionais, tais como venda de *snacks* a bordo, observa-

se um crescimento médio na representatividade destas receitas da ordem de 0,4% ao ano. Ainda, com a inserção de novos serviços e produtos, tais como internet em voos domésticos, estima-se que a esta tendência seja mantida, conforme refletido no modelo.

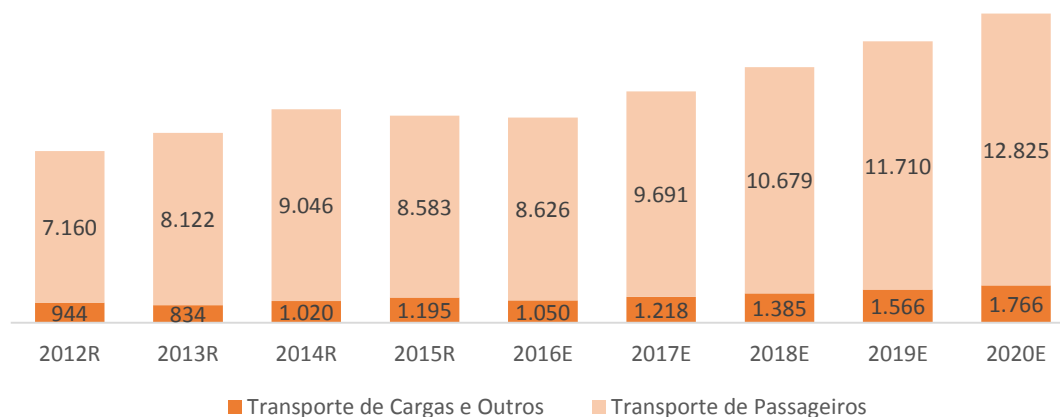


Figura 42 - Evolução da Receita Líquida

Assim, obtém-se o RASK, de forma que a reconstrução da receita total é função do ASK já estimado.

6.1.3. Custos e despesas operacionais

Para as projeções de custos e despesas operacionais foram separadas os que devem ser tratados de forma unitária (variáveis em função do ASK) dos outros.

Custos e despesas operacionais variáveis em ASK

Em relação a este primeiro bloco, destacam-se gastos com pessoal e com combustível, que juntos representam aproximadamente 50% dos custos operacionais.

A projeção de gastos com pessoal foi feita com base no histórico de funcionários por ASK apresentado pela companhia. Em termos anuais, observa-se um ganho de eficiência de 5% neste aspecto nos últimos 5 exercícios, sendo fortemente impactado pela redução no quadro de funcionários em 2012, após a aquisição da Webjet. Após este período, observou-se uma estabilização no quadro, com ganhos de eficiência da ordem de 3% ao ano, mantidos para a projeção dos anos seguintes. Para a projeção da remuneração, foi adotada a correção da inflação adicionada do dissídio médio da categoria.

Como base para os custos com combustível, adotou-se o consumo histórico de litros por ASK. Dada à padronização da frota, observa-se um desvio padrão de apenas 2% em relação à média de consumo de 31ml/ASK, de forma que no caso de manutenção de uma frota uniforme, entende-se que este índice deve ser mantido. Para a aquisição de querosene de aviação em moeda local, entretanto, devem ser considerados o preço médio do barril de petróleo em USD e a taxa de câmbio do período. Utilizando uma regressão do preço do barril ajustado para BRL e o preço médio pago pelo combustível, temos um R^2 de 0,95, fortalecendo a dependência destes custos com preço adotado pelo mercado. As projeções de câmbio e de preço do barril de petróleo (*Brent*), por sua vez, foram extraídas do Banco Central do Brasil e do *World Bank*, respectivamente.

O quadro abaixo refere-se aos custos operacionais variáveis em ASK:

Tabela 15 - Projeção de Custos e Despesas Operacionais - Variáveis em ASK

	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ASK	51.867	49.633	49.503	49.744	46.289	48.879	50.837	52.673	54.543
variação ano a ano (%)	3,0%	-4,3%	-0,3%	0,5%	-6,9%	5,6%	4,0%	3,6%	3,6%
Pessoal / ASK	(3,03)	(2,69)	(2,78)	(3,18)	(3,32)	(3,42)	(3,50)	(3,58)	(3,78)
Funcionários Médio / ASK	0,37	0,34	0,34	0,34	0,32	0,31	0,31	0,30	0,30
Eficiência (%)	-3,1%				-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
Ganho Salarial					8,0%	6,1%	5,7%	5,6%	5,5%
IPCA (%)					6,91%	5,03%	4,62%	4,51%	4,46%
Dissídio (%)	1%				1%	1%	1%	1%	1%
Pessoal	(1.569,7)	(1.333,5)	(1.374,1)	(1.580,5)	(1.539,0)	(1.670,7)	(1.779,4)	(1.886,0)	(2.060,5)
Combustível de Aviação / ASK	(7,22)	(7,27)	(7,76)	(6,64)	(5,97)	(6,79)	(8,42)	(9,03)	(9,65)
Litros Consumidos / ASK	0,032	0,030	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
R\$ / litro	2,261	2,388	2,498	2,129	1,931	2,187	2,714	2,914	3,109
Preço Petróleo (Barril/BRL)	183,83	210,48	218,86	162,57	147,49	167,00	207,25	222,59	237,47
Oil Price (Barrel/USD)	94,27	97,6	93	48,8	43,00	50,00	59,90	62,70	65,60
FX Rate (BRL/USD)	1,95	2,16	2,35	3,33	3,43	3,34	3,46	3,55	3,62
Combustível de Aviação	(3.742,2)	(3.610,8)	(3.842,3)	(3.301,4)	(2.762,5)	(3.318,7)	(4.282,8)	(4.758,8)	(5.262,8)

Custos e despesas operacionais fixas em ASK

As despesas com arrendamento foram baseadas na projeção de frota da companhia sob arrendamento operacional e no valor histórico pago em USD para *leasing* unitário das aeronaves, que historicamente é de US\$3,4 milhões ao ano. A projeção da frota sob arrendamento operacional, por sua vez, foi baseada no *mix* histórico de *leasing* segundo esta modalidade, aplicado *pro-rata* para as estimativas de frota no horizonte de projeção. Com base nas negociações com arrendadores neste último ano, observou-se uma redução no custo unitário de 1,2% em relação à média histórica, de forma que se acredita que a companhia seja capaz de manter o ganho de eficiência médio de 0,7% ao ano (pós processo de aquisição da Webjet) para

o horizonte de projeção definido. Assim, para a estimativa final das despesas com arrendamento de aeronaves, deve-se considerar a taxa de câmbio, aplicada sobre o valor unitário projetado.

Para a projeção de despesas com comerciais e publicidade, foram considerados os gastos desta natureza como percentual da receita líquida, historicamente no patamar de 6%. Acredita-se que esta premissa seja consistente para projeção destes gastos uma vez que despesas com *marketing* suportam a expansão da receita e seu orçamento normalmente é função da mesma. Ainda, esta relação se mostra consistente no histórico recente da companhia, sendo impactada apenas em 2014, devido a perdas pontuais nos canais de venda direta da companhia, como resultado da ineficiência de sistemas de prevenção, ajustada em 2015 (GOL 4T15). Assim, foi adotado um cenário de manutenção de gastos em 2016 ao mesmo nível do ano anterior de 6,3% com migração para a média histórica *ex-2014* ao final de 2020.

Em relação a materiais de manutenção e reparo, destaca-se que são função da frota de aeronaves no período, devendo ser considerada a taxa de câmbio estimada, uma vez que os recursos envolvidos são negociados na moeda americana. Ainda, devem ser considerados custos adicionais com manutenção no caso de uma eventual devolução de aeronaves, uma vez que as mesmas devem passar por um processo de revisão prévio. Assim, com base na devolução de 6 aeronaves ocorrida em 2013, foi estimado um gasto incremental unitário para a devolução de aeronaves, aplicado em 2016, quando se projeta uma redução de 22 máquinas na frota. Para o restante do horizonte de projeção, admitiu-se o nível histórico.

As tarifas de pouso e decolagens são função do número de decolagens projetado e são corrigidas a IPCA, considerando o repasse de preços pelos aeroportos.

Para a projeção de despesas com prestação de serviços e outras, existe pouco fundamento para se assumir mudanças drásticas durante o horizonte de projeção, de forma que foi considerado apenas um repasse de preços indexado a IPCA.

Tabela 16 - Projeção de Custos e Despesas Operacionais

	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Arrendamento de aeronaves	(644,03)	(699,20)	(844,60)	(1.100,10)	(941,23)	(932,42)	(982,11)	(1.023,98)	(1.060,55)
Frota sob arrendamento operacional	96	95	96	98	82	84	86	88	90
R\$ / Aeronave	6,71	7,36	8,80	11,23	11,48	11,10	11,42	11,64	11,78
FX Rate (BRL/USD)	1,95	2,16	2,35	3,33	3,43	3,34	3,46	3,55	3,62
US\$ / Aeronave	3,44	3,41	3,74	3,37	3,35	3,32	3,30	3,28	3,26
Comerciais e publicidade	(426,58)	(516,10)	(667,40)	(617,40)	(610,95)	(657,31)	(709,52)	(771,17)	(842,30)
% da Receita Líquida	5,3%	5,8%	6,6%	6,3%	6,3%	6,0%	5,9%	5,8%	5,8%
Tarifas de pouso e decolagem	(559,42)	(566,50)	(613,10)	(681,40)	(633,57)	(690,62)	(744,59)	(798,94)	(856,38)
Decolagens	348.578	316.466	317.594	315.902	274.745	285.141	293.848	301.689	309.573
IPCA					6,91%	5,03%	4,62%	4,51%	4,46%
Prestação de serviços	(528,74)	(599,50)	(747,40)	(1.019,80)	(944,66)	(1.031,63)	(1.033,80)	(1.079,29)	(1.103,67)
IPCA					6,91%	5,03%	4,62%	4,51%	4,46%
Material de manutenção e reparo	(417,99)	(460,80)	(511,00)	(603,90)	(702,84)	(592,45)	(628,46)	(659,92)	(688,34)
Frota	147	141	141	144	122	125	128	131	134
R\$ / Aeronave	2,84	3,27	3,62	4,19	5,76	4,74	4,91	5,04	5,14
FX Rate (BRL/USD)	1,95	2,1566	2,3533	3,3313	3,43	3,34	3,46	3,55	3,62
US\$ / Aeronave	1,46	1,52	1,54	1,26	1,68	1,42	1,42	1,42	1,42
Incremental devolução / Aeronave									
Devoluções		6	-	-	22	-	-	-	-
Outros	(600,89)	(342,90)	(495,50)	(633,60)	(555,50)	(583,44)	(610,39)	(637,92)	(666,37)
IPCA					6,91%	5,03%	4,62%	4,51%	4,46%
Depreciação e amortização	(519,63)	(561,00)	(463,30)	(419,70)	(428,41)	(498,98)	(544,50)	(592,96)	(668,92)

Finalmente, depreciação e amortização foram tratadas individualmente para as linhas de imobilizado e intangível, uma vez que representam uma importante parcela das despesas operacionais. Para as estimativas de depreciação, foram consideradas 3 classes de ativos de acordo com o Balanço Patrimonial da companhia (detalhadas no subitem a seguir): (i) imobilizado sob arrendamento financeiro; (ii) outros equipamentos de voo; e (iii) outros, com base na alíquota média histórica para depreciação do ativo existente e do Capex, de 4,5%, 9,2% e 10,2%, respectivamente. Para despesas com amortização, foram consideradas também 3 classes de ativos, das quais 2 não sofrem amortização histórica (Ágio e Direito de Operações em Aeroportos), de forma que são mantidas para o horizonte de projeção. Para a amortização de Software, foi considerada a alíquota de 32%, vide quadro a seguir.

Tabela 17 - Projeção da Depreciação e Amortização

	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Depreciação	(520.213)	(421.805)	(392.481)	(428.411)	(498.978)	(544.498)	(592.964)	(668.920)
Imobilizado sob arrendamento financeiro	(154.440)	(156.348)	(139.275)	(143.083)	(145.296)	(147.360)	(149.575)	(151.600)
Alíquota %	-	5,1%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Outros equipamentos de voo	(332.146)	(236.954)	(222.793)	(252.135)	(317.107)	(356.836)	(398.979)	(468.385)
Alíquota %	-	7,7%	10,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Outros	(33.627)	(28.503)	(30.413)	(33.192)	(36.575)	(40.302)	(44.409)	(48.935)
Alíquota %	-	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Amortização	(40.753)	(41.491)	(27.210)	(42.726)	(43.775)	(44.528)	(45.231)	(45.920)
Ágio	-	-	-	-	-	-	-	-
Direito de operações em aeroportos	-	-	-	-	-	-	-	-
Software	(40.753)	(41.491)	(27.210)	(42.726)	(43.775)	(44.528)	(45.231)	(45.920)
Alíquota %	36,3%	36,7%	23,1%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%

6.1.4. EBITDAR

Para a reconciliação do lucro operacional antes de juros, imposto de renda, despesas com arrendamento e depreciação e amortização, conhecido como EBITDAR, calcula-se o lucro bruto e adiciona-se as duas últimas despesas mencionadas acima. A GOL apresenta um histórico instável de geração de EBITDAR nos últimos anos, como resultado do processo de aquisição da Webjet em 2011 e posterior reestruturação das operações conjuntas, voltando a apresentar uma margem de dois dígitos em 2013. Seguindo o cronograma de redução de oferta e manutenção de *yield*, além de ganhos de eficiência considerados no modelo, observa-se um aumento de margem em 2016, terminando o horizonte de projeção com um incremento médio anual de 1,7%.

Conforme visto no item 3 deste trabalho, a companhia enfrenta um *trade-off* entre a manutenção do *yield* a níveis superiores e o aumento do número de passageiros, refletido por uma maior taxa de ocupação. Assim, a evolução do EBITDAR pressupõe a estratégia adotada pela companhia de incremento de margem em detrimento do crescimento em volume. De fato, as projeções apontam para um ganho de 46% em margem para 2016, enquanto as receitas se mantêm estáveis.



Figura 43 - Evolução do EBITDAR e Margem EBITDAR

Ainda, uma comparação dos resultados operacionais do modelo com as projeções publicadas pela companhia para o ano de 2016 evidencia que as premissas operacionais estão em linha com o esperado pela GOL, sugerindo a aderência do modelo às mudanças expressivas esperadas no ano. Em relação ao número de decolagens 2 pontos percentuais acima, aponta-se que o

racional de projeção montado pode divergir da expectativa pela companhia de: (i) aproveitamento menor de aeronaves; (ii) aumento superior na distância média voada; (iii) maior redução de frota em aeronaves 737-800, com maior número de assentos.

Tabela 18 - Comparação entre o modelo e expectativa da companhia

Projeções	Gol		Modelo
	De	Até	
Oferta Total (ASK)	-5%	-8%	-7%
Total de Assentos	-15%	-18%	-14%
Total de Decolagens	-15%	-18%	-13%
Margem Operacional (EBIT)	4,0%	6,0%	5,3%

6.1.5. CAPEX

As projeções de investimentos foram tratadas individualmente, conforme mencionado acima. Para investimento em imobilizado, foram considerados (i) equipamentos de voo, relativos às aeronaves, e (ii) imobilizado de uso, que compreende todos os outros itens ativados pela companhia. O quadro a seguir refere-se às estimativas de investimentos.

A projeção de CAPEX para equipamentos de voo foi segmentada em 3 grupos, conforme observado. Para a projeção de imobilizado sob arrendamento financeiro, tomou-se como base a projeção de aeronaves na frota segundo esta modalidade de *leasing*, aplicando-se o valor o investimento proporcional unitário em USD. Uma análise histórica desta métrica evidencia a variação deste valor no histórico recente da companhia, de forma que se adotou a média histórica pós aquisição da Webjet como base conservadora de projeção.

Investimentos em outros equipamentos de voo estão relacionados principalmente à configuração das aeronaves, benfeitorias e manutenções imobilizadas, estando em torno de US\$1,0 milhão por ano por aeronave. As projeções foram feitas com base nesta média histórica, considerando ainda o aumento de 42% em 2015, decorrente da aquisição de motores no valor de R\$604 milhões para efeito de conservadorismo, uma vez que eventos desta natureza são de difícil previsibilidade.

Ainda em relação a investimentos em equipamentos de voo, destacam-se os adiantamentos para aquisição de aeronaves realizado pelas companhias junto às fabricantes, com o objetivo de garantir a renovação da frota no médio / longo prazo, além do plano de aquisição de

equipamentos. Neste sentido, as projeções foram feitas com base no resultado das negociações em curso, segundo o cronograma publicado no segundo trimestre de 2016 até o ano de 2018. Assim, a partir desta data foi considerada a manutenção de CAPEX para estas linhas através do investimento médio destes 3 anos, seguindo o plano de longo prazo da companhia, que prevê a aquisição de mais de R\$58 bilhões em equipamentos.

Para a estimativa de investimentos em imobilizado de uso, foi assumido um CAPEX de manutenção do imobilizado equivalente à depreciação anual destes ativos. O quadro abaixo ilustra o racional mencionado.

Tabela 19 - Evolução do CAPEX - Adições Líquidas

	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Adições Líquidas	410.792	313.167	1.074.690	887.636	898.256	1.128.726	1.339.188	1.369.997
Imobilizado sob arrendamento financeiro	106.101	60.375	141.524	100.139	99.949	106.065	111.415	116.254
<i>Aeronaves sob regime financeiro</i>	46	45	46	40	41	42	43	44
<i>FX Rate (BRL/USD)</i>	2,16	2,35	3,33	3,43	3,34	3,46	3,55	3,62
<i>Imobilizado / Aeronave (USD)</i>	1.069,5	570,1	923,5	729,9	729,9	729,9	729,9	729,9
Outros equipamentos de voo	310.484	184.853	707.180	434.102	433.106	459.435	482.434	503.213
<i>Aeronaves</i>	141	141	144	122	125	128	131	134
<i>FX Rate (BRL/USD)</i>	2,16	2,35	3,33	3,43	3,34	3,46	3,55	3,62
<i>Imobilizado / Aeronave (USD)</i>	1.021	557	1.474	1.037	1.037	1.037	1.037	1.037
Cronograma de aquisição de imobilizado				274.200	-	-	274.200	274.200
Adiantamentos para aquisição de imobilizado	(13.526)	(11.566)	167.646	-	282.500	476.200	379.350	379.350
Outros	(33.627)	18.018	30.711	33.192	36.575	40.302	44.409	48.935
Ágio	-	15.183	(15.183)	-	-	-	-	-
Direito de operações em aeroportos	-	-	-	-	-	-	-	-
Software	41.360	46.304	42.812	46.003	46.126	46.724	47.380	48.046
IGPM				7,7%	5,4%	4,9%	4,8%	4,6%

Para investimentos em intangível, uma análise histórica evidencia apenas adições líquidas para aquisição de softwares, de forma que estas foram projetadas segundo a média histórica, acrescida de IGPM. Para as linhas de ágio e direito de operação em aeroportos, nota-se que não há variação histórica significativa, de forma que foram mantidas durante o horizonte de projeção.

Por fim, reitera-se que após dois anos de menor representatividade dos investimentos como percentual da receita líquida, a companhia apresentou um aumento significativo de CAPEX no ano de 2015, em decorrência dos altos investimentos em manutenção para devolução de aeronaves e de benfeitorias nas mesmas. Ainda, se considerarmos os investimentos como suporte ao crescimento da companhia e a ganhos de margem, observa-se que o modelo pressupõe a manutenção do CAPEX elevado, em aproximadamente 10% da receita líquida, suportando o crescimento de margem durante o horizonte de projeção.

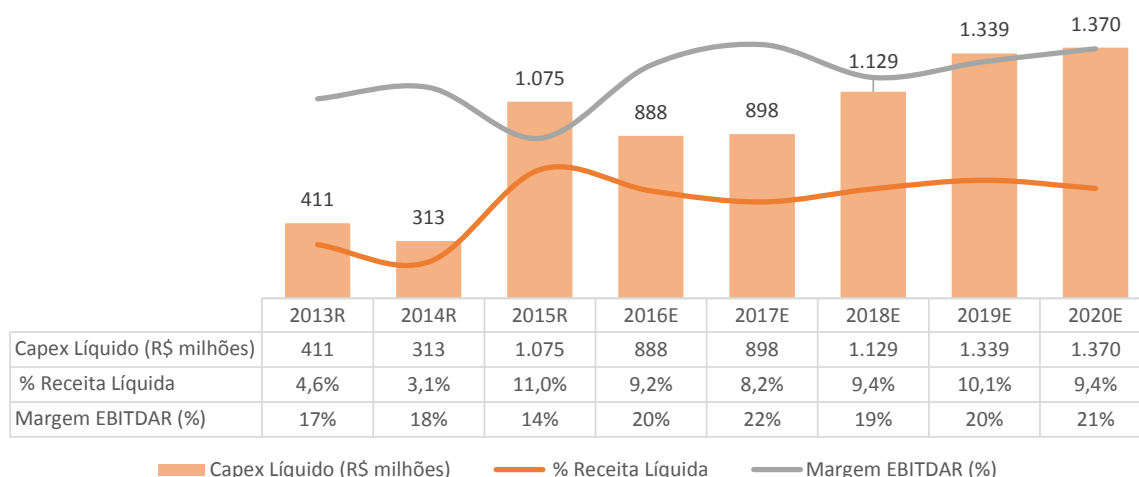


Figura 44 - Evolução do CAPEX como percentual da Receita Líquida

6.1.6. Capital de giro

Para as projeções de investimento e capital de giro, tomou-se como base o número de dias das contas desta natureza no balanço da companhia nos últimos 4 anos da companhia.

De maneira geral, foram estimadas as médias históricas de giro, com exceção de Fornecedores e Programa de Milhagens, do passivo, e Contas a Receber, do ativo.

Em relação à primeira, observa-se um aumento médio anual de 6 dias no período de 2012 a 2015, como reflexo de melhores condições em prazo de pagamento junto a fornecedores. Para a estimativa de giro, acredita-se que a companhia deva manter o prazo de pagamento de 44 dias obtido através da média dos 2 anos anteriores, migrando gradativamente para este patamar após o recorde de 49 dias em 2015.

Ainda, observa-se que o giro das obrigações com programas de milhagem ex-2015 encontra-se estabilizado em 8 dias. Entretanto, destaca-se a renegociação com o *Smiles* em 2015, adiantando o recebimento de receitas de passagens, impactando o balanço em 21 dias, o que ainda deve ser parcialmente capturado em 2016, com tendência de estabilização em 2020.

Por fim, uma análise de Contas a Receber evidencia uma média em torno de 14 dias com desvio padrão de +/- 2 dias. Apesar do aumento em 2015, acredita-se que a companhia seja capaz de retornar no horizonte de projeção ao patamar histórico.

O quadro abaixo retrata o racional de projeção de dias de capital de giro.

Tabela 20 - Projeção dos dias de Capital de Giro

Capital de Giro (Dias)	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Contas a receber	15	13	13	17	16	15	15	15	14
Estoques	121	93	99	120	108	109	113	110	111
Despesas antecipadas	7	11	11	8	9	9	9	9	9
Fornecedores	30	31	38	49	47	45	44	44	44
Obrigações trabalhistas	48	64	68	58	59	59	59	59	59
Taxas e tarifas aeroportuárias	157	175	188	168	172	172	172	172	172
Transportes a executar	37	50	40	45	43	43	43	43	43
Programa de milhagem	8	8	8	29	29	18	13	11	8
Adiantamentos de clientes	6	7	0	1	3	3	3	3	3

6.1.7. Custo de capital

Iniciando pelo cálculo do Beta, pela metodologia *bottom-up*, através da regressão semanal de 2 anos das empresas comparáveis contra os seus respectivos índices, foi obtido um beta desalavancado de exatamente 1,00 pela mediana das mesmas.

$$\beta_a = \beta_u * (1 + (1 - \text{Alíquota IR}) * \text{Alavancagem})$$

Equação 22 - Cálculo de alavancagem do beta

Alavancando este valor para a estrutura de capital da GOL, obtivemos o valor de 4,59, em função da alta representatividade da dívida como origem de recursos, vide quadro abaixo.

Tabela 21 - Estimativa do Beta pela metodologia *bottom-up*

Bottom-up beta		
Ticker	País	Beta desalavancado
CPA-US	Panama	1,04
VLRS-US	México	1,00
LAN-CL	Chile	0,88
Mediana		1,00
Alavancagem		5,48
Beta da GOL alavancado		4,59

Para a estimativa do custo de capital de terceiros, recorreu-se à estrutura de dívida da GOL e ao custo médio de longo prazo de suas obrigações, calculado em 9,40%, conforme a última atualização da companhia no segundo trimestre de 2016. Vale destacar a parcela da dívida indexada em dólar, relevante para a manutenção do custo abaixo da taxa livre de risco do Brasil, refletida por uma NTN-B Principal com maturidade em 2025. O quadro a seguir evidencia a evolução do custo de dívida nos últimos dois anos e meio.

Tabela 22 - Histórico do custo da dívida de longo prazo

	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15	1T16	2T16
Kd Médio (%)	9,6%	9,6%	9,5%	8,9%	9,0%	9,4%	9,6%	8,8%	8,9%	9,1%	9,4%
Taxa Média BRL	11,5%	10,9%	13,5%	11,4%	12,3%	15,8%	17,1%	18,3%	18,3%	18,6%	18,6%
% BRL	22,2%	22,7%	22,4%	28,3%	25,1%	19,9%	20,4%	13,2%	13,7%	14,2%	16,5%
Taxa Média USD	9,1%	9,2%	8,3%	7,9%	8,0%	7,8%	7,7%	7,4%	7,4%	7,6%	7,6%
% USD	77,8%	77,3%	77,6%	71,7%	74,9%	80,1%	79,6%	86,8%	86,3%	85,8%	83,5%
Capital de Terceiros	5.589,4	5.468,8	5.407,0	6.069,5	6.235,2	7.124,5	6.848,1	9.489,1	9.304,9	7.867,8	6.953,5
Capital Próprio (Market Cap)	2.131,5	2.225,0	2.444,7	2.379,6	3.087,4	1.590,5	1.498,9	746,4	512,5	563,4	701,7

Subtraindo o benefício fiscal da dívida, obteve-se o valor de 6,2%, utilizado para a formulação do WACC.

Tabela 23 - Estimativa do Custo de Dívida líquido do IR

<i>Kd</i>		
Custo estimado da dívida	(% a.a.)	9,4%
Alíquota de IR	(%)	34,0%
<i>Kd (Post tax)</i>	(% a.a.)	6,2%

O cálculo do custo de capital próprio da companhia foi estimado com base no *International Capital Asset Pricing Model* (ICAPM) de maneira a considerar o retorno esperado por um investimento em mercado estrangeiro, tal como faria a Delta na empresa brasileira. Como resultado desta metodologia, obteve-se um custo de capital próprio da GOL de 42,0%, bastante elevado devido à alta alavancagem da companhia.

A taxa livre de risco foi estimada em 2,0% e refere-se ao retorno médio de um *T-Bond* americano de 10 anos, obtido através da *Bloomberg*. O prêmio de mercado, por sua vez, refere-se à média aritmética dos retornos históricos das companhias aéreas americanas comparados aos títulos do governo americano, de acordo com levantamento do *Ibbotson*.

O risco Brasil atribuído ao investimento é função do seu índice +EMBI, publicado pelo *Ipeadata* e que reflete o prêmio oferecido em títulos emitidos por países emergentes. A este, é adicionado o prêmio associado ao risco de investimento relativo ao tamanho da empresa, de 1,7% para o caso da GOL, segundo *Ibbotson*.

Ainda, deve-se ainda ajustar os retornos segundo um diferencial de inflação de longo prazo entre os mercados americano e brasileiro, de 2,1%, para se considerar a transformação de um fluxo de caixa em moeda local em dólar.

Tabela 24 - Estimativa do Custo de Capital Próprio pelo ICAPM

<i>Ke</i>		
$Ra = (1 + \beta a (Rm - Rf) + Rp + Pt) * (1 + Di) - 1$		
Taxa livre de risco (<i>Rf</i>)	(% a.a.)	2,0%
Prêmio de risco de mercado (<i>Rm - Rf</i>)	(% a.a.)	6,7%
Beta alavancado (<i>βa</i>)	(#)	4,59
Risco país (<i>Rp</i>)	(% a.a.)	4,6%
Prêmio de tamanho (<i>Pt</i>)	(% a.a.)	1,7%
Diferencial de Inflação (<i>Di</i>)	(% a.a.)	2,1%
<i>Ke</i>	(% a.a.)	42,0%

Por fim, ponderando-se os valores de *Ke* e *Kd* para estrutura de capital da empresa, financiada 84,6% com dívida e 15,4% com capital próprio, obtém-se um custo de capital médio ponderado de 11,7%, que será usado para o desconto dos fluxos de caixa.

Tabela 25 - Estimativa do Custo de Capital Ponderado (WACC)

<i>WACC</i>		
Número de ações	(milhões)	203,4
Preço da ação (30/09/2016)	(R\$)	6,24
Capital próprio (mercado a mercado)	(R\$ milhões)	1.269,1
Capital de terceiros (valor contábil)	(R\$ milhões)	6.953,5
E / (D+E)	(%)	15,4%
D / (D+E)	(%)	84,6%
Alavancagem		5,48
WACC	(% a.a.)	11,7%

6.1.8. Fluxo de caixa descontado

Tendo como ponto de partida o EBIT recorrente, adicionando a depreciação / amortização e subtraindo o imposto de renda operacional, além de investimentos em capital de giro e Capex, chega-se no fluxo de caixa disponível para remuneração do capital de terceiros e do capital próprio investidos na companhia.

Tabela 26 - Projeção dos Fluxos de Caixa Livre para a Firma

R\$ milhões	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	514,4	888,7	704,2	1021,3	1335,0
(-) IR sobre EBIT	(174,9)	(302,2)	(239,4)	(347,2)	(453,9)
(+) Depreciação e Amortização	471,1	542,8	589,0	638,2	714,8
(-) Investimentos em Capital de Giro	(131,6)	49,5	151,3	176,9	180,2
(-) CAPEX	(887,6)	(898,3)	(1.128,7)	(1.339,2)	(1.370,0)
(=) FCLF	(208,6)	280,5	76,3	149,9	406,1

Observa-se a geração de fluxo de caixa positivo a partir de 2017, como resultado da expansão operacional e da redução em capital de giro.

Para desconto dos fluxos de caixa, foi utilizado o ajuste de meio período para adicionar maior precisão, partindo do princípio que metade do fluxo é gerado no primeiro semestre e metade é gerada no segundo. Assim, deve-se utilizar apenas meia unidade para o fator de desconto, adicionando 1 unidade para os períodos subsequentes.

Tabela 27 - Valor Presente dos FCLF

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
(=) FCLF	(208,6)	280,5	76,3	149,9	406,1
Período		0,5	1,5	2,5	3,5
Fator de desconto		0,9	0,8	0,8	0,7
VPL do FCLF		265,4	64,6	113,6	275,4

Após esta etapa, utiliza-se um crescimento de PIB nominal de longo prazo acrescido da inflação meta para o crescimento da empresa em perpetuidade, conforme o quadro abaixo.

Tabela 28 - Estimativa do Crescimento em perpetuidade

<i>Cálculo do G</i>	
$G = (1 + PIB) * (1 + Infl.) - 1$	
Inflação de Longo Prazo no Brasil	4,5%
Crescimento do PIB no Longo Pazo	2,5%
Crescimento dos fluxos de caixa após 2020	7,1%

6.1.9. O valor da companhia

A soma do valor presente dos fluxos de caixa dos estágios de projeção e de perpetuidade retorna um valor para a firma de R\$17,4 bilhões no cenário base. Se subtraída a dívida líquida projetada

da companhia de R\$11,7 bilhões, que contempla a dívida e despesas de arrendamento operacional, e as participações minoritárias relativas ao *Smiles*, chega-se a um valor de R\$2,6 bilhões para os acionistas, ou de R\$7,61 por ação, implicando em uma valorização de 21,9% em relação ao preço de R\$6,24 em 30 de setembro de 2016.

Tabela 29 - O Valor da Companhia

Soma do VPL dos FCLF	719,1
Valor terminal	24.609,3
Crescimento em perpetuidade (G)	7,1%
VPL do Valor Terminal	16.691,0
Valor da firma	17.410,1
Dívida Líquida Ajustada	(11.732,5)
Participações minoritárias (30/09/2016)	(3.035,9)
Valor para os acionistas	2.641,6
Número de ações (milhões)	5.238,4
Preço alvo (R\$)	7,61
Valor de mercado (30/09/2016) (R\$)	6,24
Up / Downside	21,9%

Adicionalmente, a análise deste valor com o EBITDAR corrente da companhia retorna o múltiplo implícito de 10,7x EV/EBITDAR, segundo o valor da firma obtido. A partir deste, temos o múltiplo a ser considerado como o alvo de aquisição de ações da companhia no cenário atual segundo as premissas do modelo.

Por fim, no caso da GOL, destaca-se que a alta alavancagem financeira e a volatilidade do preço atribuído pelo mercado para as ações, podem gerar importantes distorções no valor obtido, uma vez que alteram significativamente a estrutura de capital da empresa e o custo de capital ponderado. Ainda, observa-se que parte significativa do valor atribuído à empresa é decorrente de valor de longo prazo, em detrimento do curto prazo. Conforme visto no item 3 deste trabalho, o crescimento deste mercado é altamente correlacionado com o desempenho do país, de forma que a expectativa de crescimento do mesmo é essencial para o valor obtido para a companhia.

6.1.10. Análise de sensibilidade para FX e Brent

Conforme mencionado anteriormente, a avaliação de companhias aéreas pelo método de fluxo de caixa descontado apresenta importantes limitações, dada a baixa previsibilidade de variáveis chave em suas operações.

Visando um melhor entendimento do comportamento do valor da companhia em relação a tais variáveis, foi desenvolvida uma análise de sensibilidade em relação ao preço do barril de petróleo e taxa de câmbio em 2017, o ano com menor taxa de desconto no modelo.

Tabela 30 - Análise de Sensibilidade para FX e Brent em 2017

BRENT OIL 2017	FX 2017					
	7,61	3,05	3,20	3,34	3,50	3,65
	40,00	9,65	9,20	8,78	8,30	7,84
	45,00	9,12	8,64	8,19	7,68	7,21
	50,00	8,58	8,08	7,61	7,07	6,57
	55,00	8,05	7,52	7,02	6,46	5,93
	60,00	7,51	6,96	6,44	5,81	5,02
	65,00	6,98	6,40	5,75	4,87	4,05

A sensibilidade acerca do comportamento das duas variáveis acima mencionadas implica em um intervalo de valores entre R\$9,65 e R\$4,05 para o preço da ação, refletindo o alto impacto das mesmas no modelo, de forma que são de crítica importância para decisão acerca do investimento na companhia.

Neste sentido, vale destacar que a modelagem de uma política de *hedging* de dólar e de combustível não fez parte do escopo deste trabalho e geralmente não é parte integrante de uma avaliação por fluxo de caixa. Ainda, lembra-se que o objetivo do *hedging* está relacionado à proteção contra oscilações de caráter imprevisível. Assim, ao se adotar um valor fixado ano a ano para estas variáveis, acredita-se que o modelo seja capaz de, de fato, capturar o valor da empresa.

6.2. Múltiplos de avaliação

Conforme mencionado no item 2 deste trabalho, a utilização de múltiplos representa uma solução relevante e altamente difundida no mercado, contribuindo para a decisão acerca de um investimento. Devido à baixa visibilidade acerca dos fluxos de caixa futuros de uma companhia aérea, este método é de suma importância para a avaliação da empresa.

Para a avaliação complementar da GOL, foi utilizada a métrica EV / EBITDAR, que relaciona o valor da firma com sua capacidade de geração de caixa operacional excluindo despesas com arrendamento de aeronaves e depreciação e amortização.

$$EV/EBITDAR = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDAR}$$

Equação 23 - Múltiplo EV/EBITDAR

Neste sentido, destaca-se que a utilização de outro múltiplo comum ao mercado, o *Price to Earnings* (P/E) não se encaixa na realidade de empresas aéreas no momento atual, uma vez que os preços marcados a mercado apresentam alta volatilidade e suas margens líquidas são negativas, de forma a tornar inviável uma comparação justa entre empresas ou ao longo do tempo.

Assim, acredita-se que através das análises (i) relativa ao mercado e (ii) histórica do EV/EBITDAR tem-se uma consistente base de avaliação para a GOL.

Para a análise comparativa, foram consideradas as companhias: (i) Latam Airlines Group S.A.; (ii) Copa Holdings S.A.; e (iii) Volaris Compania de Aviación S.A., todas sediadas na América Latina e negociadas em bolsa de valores.

Tabela 31 - Companhias Comparáveis

Comparáveis	País	Modelo de Negócios	Market Cap	Valor da Firma
Copa	Panamá	Full-Service	12.077	16.484
Volaris	México	LCC	5.661	10.497
Latam	Chile	Full-Service	14.446	52.231

O levantamento dos dados foi feito utilizando o preço de fechamento do mercado em 30 de setembro de 2016 e as informações financeiras relativas às últimas publicações das companhias. O quadro abaixo apresenta os dados para as empresas em questão, a partir dos quais podemos derivar o valor da firma corrente.

Tabela 32 - Dados de mercado de empresas comparáveis para cálculo do EV/EBITDAR

BRL (milhões, exceto preço da ação)					
Ticker	Preço da Ação	Ordinary Shares	Dívida Bruta Ajustada	Caixa e Equivalentes	Minorities
CPA-US	286,7	42,1	6.897,8	2.491,1	
VLRS-US	56,7	99,8	6.241,7	1.405,5	
LAN-CL	26,5	545,5	41.522,6	4.024,7	286,8

Para a utilização de múltiplos com efeito de *valuation*, torna-se necessária a comparação dos valores apresentados acima com a geração de EBITDAR esperada das companhias. Neste sentido, foi realizado um levantamento através do *Factset*, que retorna a expectativa de consenso do mercado para esta métrica. Ainda, foi utilizado o EBITDAR consolidado de 2015 para efeito de comparação, vide quadro abaixo:

Tabela 33 - Valor da Firma e EBITDAR das empresas comparáveis

BRL (milhões)		EBITDAR		
Ticker	Valor da Firma	2015R	2016E	2017E
CPA-US	16.483,7	1.729,3	1.621,8	1.852,1
VLRS-US	10.496,8	1.216,5	1.463,7	1.662,2
LAN-CL	52.230,9	5.356,6	6.382,0	7.165,2

A relação entre estes dados retorna os valores de EV/EBITDAR utilizados para a avaliação das empresas comparáveis à GOL. Entretanto, uma análise mais detalhada das companhias em questão sugere uma comparação justa da GOL com Copa e Latam apenas. Apesar de o modelo de negócios da Volaris se aproximar da companhia brasileira, observa-se que suas estruturas de capital são essencialmente diferentes, no caso da Volaris, marcada por uma dívida líquida (não ajustada para arrendamento) negativa, de forma a sugerir possíveis distorções na comparação. O quadro abaixo ilustra os resultados para as 3 companhias, reforçando a avaliação da Volaris inferior a Copa e Latam em todos os períodos.

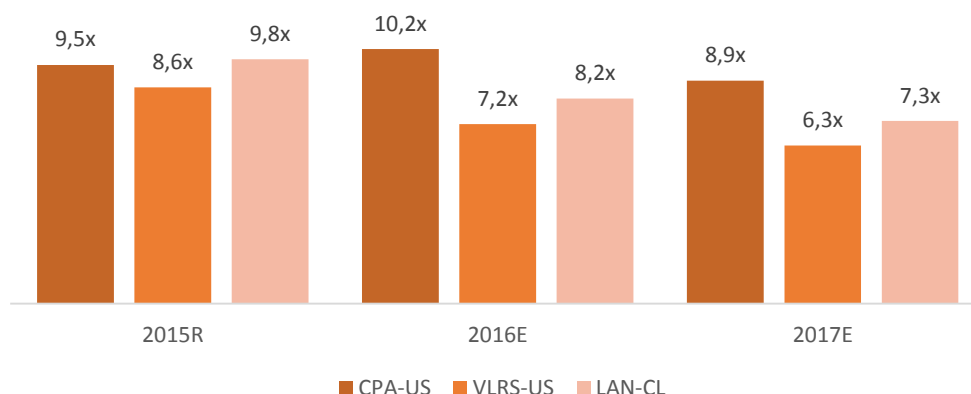


Figura 45 - EV/EBITDAR das companhias comparáveis para 2015, 2016 e 2017

A análise dos múltiplos EV/EBITDAR *ex-Volaris* retorna uma mediana de 9,6x, 9,2x e 8,1x para os anos de 2015, 2016 e 2017, respectivamente. Estes valores, por sua vez, foram utilizados em comparação com o EBITDAR projetado segundo o modelo para o GOL, retornando seu *valuation* segundo o método de múltiplos.

Tabela 34 - Valuation GOL pelos múltiplos comparáveis

	2015R	2016E	2017E
Comps EV/EBITDAR	9,6x	9,2x	8,1x
EBITDAR Gol	1.336	1.927	2.364
Valor da Firma	12.881,9	17.676,4	19.135,2

Utilizando a média dos anos seguintes, o valor da firma para a GOL é de R\$18,4 bilhões. Excluindo-se a dívida líquida ajustada e as participações minoritárias, chega-se a um valor de R\$347 milhões para os acionistas, o que implica em uma desvalorização expressiva, da ordem de 53%, vide quadro abaixo.

Tabela 35 - O Valor da Firma pelo método de múltiplos

Valor da Firma	18.405,78
Dívida Líquida Ajustada (30/06/2016)	14.348,70
Participações minoritárias (30/09/2016)	3.035,90
Valor para os acionistas	1.021,18
Número de ações unitárias (milhões)	347,24
Preço alvo	2,94
Preço da ação (30/09/2016)	6,24
Upside / Downside	-53%

Vale destacar que este valor é altamente impactado pela dívida líquida ajustada da companhia, de forma que uma redução hipotética em 10% deste valor elevaria o *upside* da GOL para 13%.

Para a comparação histórica da GOL foram utilizados o preço médio da ação para os últimos 3 anos e os dados financeiros consolidados do período informados pela companhia, resultando nos múltiplos históricos. Estes, por sua vez, foram comparados com os múltiplos precificados em 30 de setembro de 2016 e dados financeiros dos últimos 12 meses, com o objetivo de investigar o valor corrente da companhia e estabelecer o intervalo de múltiplos em que é negociada.

Tabela 36 - Múltiplos históricos GOL

	2012	2013	2014	2015	2016 (YTD)
Preço da ação	10,87	10,69	12,56	6,87	6,24
Número de ações (milhões)					347,24
Market Cap	14.328,1	8.224,6	4.799,5	2.384,8	2.166,8
Dívida Líquida Ajustada	8.114,0	7.438,0	9.620,0	14.711,0	14.348,7
Participações minoritárias		1.940,9	2.837,4	3.176,4	3.035,9
Valor da Firma	22.442,1	17.603,5	17.256,9	20.272,2	19.551,4
EBITDAR	454,8	1.526,0	1.813,0	1.336,0	1.877,5

Uma análise do quadro abaixo evidencia que o múltiplo EV/EBITDAR atual da GOL encontra-se em linha com histórico recente da companhia, refletido por uma mediana de 11,0x. Ainda, observa-se que no ano de 2015, devido ao significativo aumento da dívida líquida, este valor chegou a 15,2x, considerado para efeito de comparação como o limite superior do intervalo de negociação. O ano de 2014, por sua vez, retornou o valor considerado para efeito de análise como o limite inferior, resultando no seguinte intervalo.

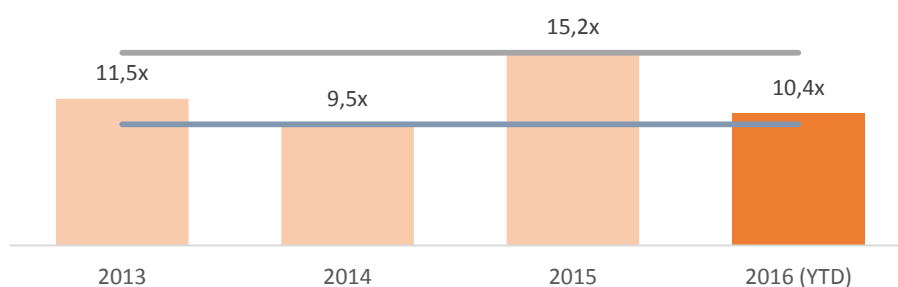


Figura 46 - Panorama Geral de múltiplos históricos

6.3. Expectativa de mercado

Com o objetivo de se complementar a análise da companhia de sensibilizar os resultados obtidos, foi realizado um levantamento do preço alvo de suas ações segundo instituições de

Equity Research que realizam um acompanhamento ativo da empresa e emitem recomendações no mercado.

Uma análise do quadro abaixo reforça o cenário de difícil valoração da companhia. Segundo a avaliação das instituições, o intervalo de preço justo para a GOL pode variar em até 800%, estimado em R\$1,30 pelo HSBC e em R\$10,5 pelo UBS. Ainda, desconsiderando-se os extremos com o objetivo de retirar *outliers* da amostra, a variação se mantém superior a 400%, o que reforça as limitações dos métodos de avaliação utilizados.

Como resultado, destaca-se que mais da metade das instituições emite uma recomendação neutra acerca do investimento na GOL, isto é, sugerem um comportamento da ação em linha com o mercado, não julgando se a mesma possui potencial de valorização ou desvalorização.

Por fim, em 10 de outubro de 2016, o consenso das instituições expresso pela mediana dos preços alvo individuais implica em uma valorização de apenas 5%, sugerindo uma avaliação pelo mercado em linha com suas expectativas.

Tabela 37 - Panorama Geral de Equity Research acerca de GOL4

Instituição	Preço Alvo (R\$)	Recomendação
Banco do Brasil	9,5	Compra
Bank of America	7,27	Neutro
Bradesco Corretora	9	Compra
BTG Pactual	7	Neutro
Citibank	2,21	Venda
Credit Suisse	7	Neutro
Deutsche Bank	7,58	Neutro
Evercore ISI	8,21	Neutro
GBM	3,5	Neutro
HSBC	1,3	Neutro
Itaú BBA	5,5	Compra
JP Morgan	8	Neutro
Morgan Stanley	7,27	Neutro
Santander	10	Compra
UBS	10,5	Compra
Mediana	7,27	Neutro
<i>Low</i>	1,3	-
<i>High</i>	10,5	-
Valor a mercado (10/10/2016)	6,93	-
Upside / Downside (%)	4,9%	-

6.4. Resultados

Neste capítulo, foi feita uma análise da companhia segundo métodos diferentes a fim de se compilar diferentes informações acerca do investimento na GOL.

Primeiramente, foi realizada uma valoração segundo o método de fluxo de caixa descontado. Para estas projeções, foram adotadas premissas com base nas análises feitas nos capítulos anteriores, além de informações extraídas diretamente da companhia. O valor obtido pelo fluxo de caixa descontado implica em um *upside* de 21,9% em relação ao valor de mercado da ação em 30 de setembro de 2016, sugerindo um potencial de ganho para o investidor sem pagamento de prêmio ao mercado, o que suporta o cenário hipotético de aumento de participação da Delta.

A análise de múltiplos, consolidada no quadro abaixo, sugere que as companhias comparáveis são negociadas por volta de 9,0x EV/EBITDAR, o que implicaria em uma desvalorização em relação ao múltiplo corrente de 10,4x da companhia. Mais especificamente, através do *valuation* por múltiplos de mercado, decorre uma desvalorização de 53% em relação ao preço da ação de R\$6,24 na mesma data que o método por fluxo de caixa.

Entretanto, uma análise da companhia sobre esta relação indica que a GOL é historicamente negociada acima de 9,5x EV/EBITDAR, estando acima dos níveis de mercado. Ainda em relação à companhia, destaca-se que o limite superior histórico observado é em grande parte decorrente da alta dívida líquida em 2015, de forma que se acredita que, olhando para o futuro, o múltiplo de negociação deva estar mais próximo do seu limite inferior de 9,5x e em linha com o mercado, principalmente devido à reestruturação de suas obrigações.

O quadro abaixo ilustra o cenário de múltiplos obtido.

EV/ EBITDAR	Comparáveis 2016		Histórico		Alvo	Atual
	De	Até	De	Até		
	8,2x	10,2x	9,5x	15,2x		

Adicionalmente, o levantamento de mercado feito através das instituições de *Equity Research* reforça o cenário de difícil avaliação da companhia, porém pouco contribui para a avaliação do valor justo da empresa. Vale ressaltar, entretanto, que ao se considerar tais instituições como representantes do mercado e reflexo do acesso perfeito a informação, tal resultado era esperado.

Compilando as informações, observa-se GOL apresenta um múltiplo EV/EBITDAR acima do mercado, porém em linha com seu histórico. Ainda, o múltiplo implícito obtido através do modelo encontra-se dentro do intervalo obtido, de forma que se acredita que uma aquisição valorada em 10,4x EBITDAR no cenário atual seja factível.

Entretanto, uma análise com empresas comparáveis sugere uma desvalorização expressiva, decorrente principalmente da alta alavancagem da companhia segundo sua última publicação. Assim, conclui-se que uma avaliação positiva da empresa é função principalmente da reestruturação de suas obrigações, de forma a torna-la mais interessante para um eventual investidor.

De fato, a análise por fluxo de caixa e uma comparação com outras empresas do setor demonstra que a companhia possui um valor expressivo no sentido de Firma. Entretanto, dado o aumento de suas obrigações no passado recente e a decorrente estrutura de capital com mais de 80% de dívida, o valor residual para os acionistas sofre uma forte pressão negativa.

Neste sentido, acredita-se que os múltiplos futuros da companhia devam migrar gradativamente para o limite inferior histórico de 9,5x, em direção ao patamar de mercado, o que não implica na redução de valor para os acionistas. A análise da companhia no capítulo 4 mostra que a GOL passa por um momento de reestruturação de suas operações e de sua estrutura de capital, de forma que ao se estabilizar, espera-se uma queda no numerador do múltiplo devido ao menor nível de alavancagem, aliado a um aumento no denominador, decorrente da maior geração de EBITDAR.

7. Considerações Finais

O trabalho foi iniciado com um estudo bibliográfico, voltado à compreensão dos conceitos básicos envolvendo a estratégia de empresa, como as cinco forças competitivas, estratégias genéricas e *Canvas*, que forneceram a base para as análises da companhia realizadas e do cenário de aquisição proposto. Posteriormente, foi feito um estudo acerca de conceitos de contabilidade e finanças e métodos de valoração monetária para a companhia, já que este é um fator crítico para todos os *stakeholders*, especialmente em um cenário de aquisição.

Em seguida, foi realizado um estudo acerca do setor de aviação civil em geral, de forma a garantir o entendimento do seu funcionamento, os principais modelos de negócios, as peculiaridades e dificuldades desta indústria. Estes temas, por sua vez, foram inseridos na realidade do mercado brasileiro, de maneira a contextualizar seu desenvolvimento e atual panorama do setor de transportes aéreos nacional. Em 3.3, recorrendo a uma análise do histórico do setor, marcado por grandes mudanças estruturais, com uma forte dinâmica de entrada, saída e consolidação de companhias, além de mudanças regulatórias e macroeconômicas, foi criada a base de contextualização para uma possível consolidação no setor segundo as circunstâncias atuais.

Posteriormente, foi apresentada a companhia GOL através de uma análise dos seus 15 anos de operação e dos principais elementos de sua estratégia e modelo de negócios. Neste sentido, destaca-se que desde a sua criação, a companhia passou por significativas mudanças em seu modelo, adaptando o chamado *low-cost, low-fare*, à sua estratégia no mercado brasileiro. Assim, observa-se que a GOL no cenário atual difere da companhia criada em 2001, com incremental complexidade e perda de eficiência ao longo dos anos, ajuste de tarifas para o patamar de mercado, entre outros. Destaca-se que as aquisições da Varig e Webjet contribuíram significativamente para isto.

Em seguida, foi abordada a eventual transação entre Delta e GOL, partindo da estratégia da companhia americana e do seu modelo de presença internacional. Com base nestes, e na análise das principais sinergias da parceria e na desvalorização recente da empresa e do mercado brasileiro (sugerindo potencial de ganhos futuros a um preço de mercado com desconto), foi delineada no item 5.3 a transação esperada entre as companhias, que aponta para uma aquisição de participação minoritária, sem expressiva influência nas operações da companhia brasileira.

Com base nas análises feitas em 4 e 5, e valendo-se dos conceitos apresentados no capítulo 2, foi feita a valoração da GOL segundo os métodos de fluxo de caixa descontado e de múltiplos relativos. Com base no primeiro, decorre uma valorização de 22% da companhia para os acionistas, suportando a hipótese de aquisição proposta. Por outro lado, a análise comparativa sugere que a GOL esteja precificada acima do mercado, a um múltiplo EV/EBITDAR de 10,4x, enquanto as comparáveis se encontram na ordem de 9,0x - 9,5x, principalmente devido à alta alavancagem da GOL, de aproximadamente 5x.

Assim, voltando à contextualização da aquisição, acredita-se que a GOL representa uma parceria significativa para a Delta no mercado brasileiro, em linha com o com a estratégia de aumento de presença da companhia americana neste mercado. Ainda, a análise da companhia e as projeções obtidas evidenciam que a GOL possui, de fato, potencial de crescimento e de ganhos de eficiência operacional.

Entretanto, acredita-se que um movimento da Delta em relação a GOL sem uma reestruturação prévia das obrigações parece não estar alinhado com a estratégia de aquisição da companhia americana e representa um risco significativo, dada o alto grau de alavancagem da companhia brasileira. Desta maneira, reitera-se que o aumento de participação na GOL, caso ocorra, deve ser de caráter minoritário, representando uma oportunidade pontual de aumento de participação na companhia aproveitando os baixos preços da ação negociados no histórico recente. Neste cenário, vale ressaltar que a legislação vigente que restringe o acesso ao capital controlador estrangeiro não causaria impacto na viabilidade da transação.

Por fim, vale ressaltar que para a realização deste trabalho, algumas matérias foram de extrema importância dentro da grade curricular da engenharia de produção, como o estudo da estratégia e operações de empresas, gestão de projetos, além de aspectos da engenharia financeira, de forma que todos auxiliaram no desenvolvimento desta monografia. Ademais, o trabalho do autor em um banco de investimentos e em uma consultoria estratégica, oferece experiência e ferramentas para o desenvolvimento das análises, visto que o tema proposto possui grande relevância neste mercado.

8. Referências Bibliográficas

Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) < <https://www.anac.gov.br/assuntos/dados-e-estatisticas>>. Acesso em: 10 out. 2016

AMORIM, H. C. A GOL ainda é uma empresa low-fare?. *Journal of Transport Literature*. v.1, n.1, 2007. p.23-45

Banco Central do Brasil (BACEN) < <https://www3.bcb.gov.br/>> Acesso em: 30 set. 2016

BLOOMBERG. Delta Stake in Aeromexico Signals a Growing Global Ambition, 2015 < <http://www.bloomberg.com/news/articles/>> Acesso em 10 set. 2016

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. Investimentos. 8a ed. Nova Iorque: Mcgraw-hill, 2012. 1026 p.

BRIGHAM, E. F; EHRHARDT, M. C. Financial Management: Theory & Practice. 13^a ed. Stamford: Cengage Learning, 2010. 1184 p.

CARVALHO, M. M.; LAURINDO, F. J. B. Estratégia Competitiva: dos conceitos à implementação. 2^a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010

CONSTANTINO Jr., Redesenhando a aviação: O caso da GOL. *HSM Management*, n.53, v.6, nov/dez, 2005. p.16-22

DAMODARAN, A. Investment Valuations: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3a ed. Hoboken: Wiley, 2012. 992 p.

DELTA, Investor Relations < <http://ir.delta.com/investor-relations/>>. Acesso em: 10 out. 2016

DOS ANJOS, M. D. GOL Linhas Aéreas Inteligentes e seu modelo de gestão no mercado aéreo comercial e turístico brasileiro. Niterói, 2014. 66 p.

EXAME. A mais veloz da história, ed. 890, 2007. <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/>> Acesso em: 10 jul. 2016

EXAME. O nascimento de uma empresa, ed. 733, 2001. <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/>> Acesso em: 10 jul. 2016

EXAME. Feita para voar, ed. 763, 2002. <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/>> Acesso em: 10 jul. 2016

GOL, Relações com Investidores <<http://ri.voeGOL.com.br/>>. Acesso em: 15 out. 2016

GOOGLE FINANCE, <<https://www.google.com/finance>>. Acesso em: 30 set. 2016

International Air Transport Association (IATA) <<http://www.iata.org/publications/>> Acesso em: 26. Ago 2016

MARION, José Carlos. Contabilidade Empresarial. 15ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. 530 p.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. The Journal Of Business. 34ª ed. Chicago, 1961. p.411-433

OSTERWALDER, A. Inovação em Modelos de Negócio – Business Model Generation. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2011

PORTER, M. E. What is Strategy? Cambridge: Harvard Business Review, Nov/Dec. 1996

PORTER, M. E. Estratégia Competitiva. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005

ROSENBAUM, J. PEARL, J. Investment Banking. 2a ed. Hoboken: Wiley, 2013. 400 p.

SANTO Jr. R. A.; CORREIA, F. C. O capital estrangeiro nas empresas aéreas brasileiras. Revista de Informação Legislativa do Senado Federal. a.43, n.171, 2006. p.233-257

SCHMITT, V. G. H., PEREIRA, M. F. Visão, Estratégia e Execução: O caso da GOL. Florianópolis, 2005. 11 p.

SERRA, R., WICKERT, M. Valuation: Guia Fundamental. 1a ed. São Paulo: Atlas, 2014. 271 p.

UBS WARBURG. Valuation Multiples: A Primer. 2001. 47 p.

WESTBROOKS, C. L. Airline Fuel Hedging : An Overview of Hedging Solutions Available to Airlines. Journal of Aviation/Aerospace Education and Research, v. 14, n. 2, 2005

Anexo A - Demonstrativo do Resultado do Exercício

Demonstrativo do Resultado (mm)											
	2011R	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
Receita operacional líquida	7.539,31	8.103,56	8.956,30	10.066,20	9.778,00	9.675,91	10.908,77	12.064,25	13.275,50	14.590,65	
Transporte de passageiros	6.713,03	7.159,99	8.122,20	9.045,80	8.583,40	8.626,03	9.690,74	10.679,32	11.709,99	12.824,56	
Transporte de cargas e outros	826,28	943,57	834,10	1.020,40	1.194,60	1.049,88	1.218,03	1.384,93	1.565,51	1.766,09	
Custos e despesas operacionais	(7.783,81)	(9.009,17)	(8.690,30)	(9.558,70)	(9.957,80)	(9.161,48)	(10.020,04)	(11.360,06)	(12.254,18)	(13.255,69)	
Pessoal	(1.560,44)	(1.569,67)	(1.333,50)	(1.374,10)	(1.580,50)	(1.539,04)	(1.670,73)	(1.779,41)	(1.886,00)	(2.060,48)	
Combustível de aviação	(3.060,67)	(3.742,22)	(3.610,80)	(3.842,30)	(3.301,40)	(2.762,54)	(3.318,68)	(4.282,75)	(4.758,76)	(5.262,76)	
Arrendamento de aeronaves	(505,06)	(644,03)	(699,20)	(844,60)	(1.100,10)	(941,23)	(932,42)	(982,11)	(1.023,98)	(1.060,55)	
Comerciais e publicidade	(422,70)	(426,58)	(516,10)	(667,40)	(617,40)	(610,95)	(657,31)	(709,52)	(771,17)	(842,30)	
Tarifas de pouso e decolagem	(395,25)	(559,42)	(566,50)	(613,10)	(681,40)	(633,57)	(690,62)	(744,59)	(798,94)	(856,38)	
Prestação de serviços	(484,64)	(528,74)	(599,50)	(747,40)	(1.019,80)	(944,66)	(1.031,63)	(1.033,80)	(1.079,29)	(1.103,67)	
Material de manutenção e reparo	(434,18)	(417,99)	(460,80)	(511,00)	(603,90)	(702,84)	(592,45)	(628,46)	(659,92)	(688,34)	
Depreciação e amortização	(395,81)	(519,63)	(561,00)	(463,30)	(419,70)	(471,14)	(542,75)	(589,03)	(638,20)	(714,84)	
Outros	(525,08)	(600,89)	(342,90)	(495,50)	(633,60)	(555,50)	(583,44)	(610,39)	(637,92)	(666,37)	
Resultado de equivalência patrimonial				(2,50)	(3,90)	-	-	-	-	-	
Resultado operacional (EBIT)	(244,50)	(905,61)	266,00	505,00	(183,70)	514,44	888,73	704,19	1.021,32	1.334,96	
Margem EBIT	-3,24%	-11,18%	2,97%	5,02%	-1,88%	5,32%	8,15%	5,84%	7,69%	9,15%	
Outras receitas (despesas)	-	(679,21)	(919,22)	(1.457,70)	(3.263,30)	(200,67)	(670,01)	(632,24)	(430,12)	(314,18)	
Juros sobre empréstimos e financiamentos		(453,73)	(532,08)	(593,10)	(885,60)	(594,77)	(485,83)	(466,15)	(400,99)	(293,94)	
Ganhos com aplicações financeiras		99,29	149,51	148,60	133,70	143,94	142,08	139,90	141,97	141,32	
Variações cambiais e monetárias		(284,57)	(490,10)	(425,60)	(2.267,00)	250,16	(326,26)	(305,99)	(171,10)	(161,55)	
Resultado líquido de derivativos		50,34	49,58	(443,30)	50,20	-	-	-	-	-	
Outras (despesas) receitas líquidas		(90,53)	(96,13)	(144,30)	(294,60)	-	-	-	-	-	
Lucro (prejuízo) antes de IR/CS	(244,50)	(1.584,82)	(653,22)	(952,70)	(3.447,00)	313,76	218,71	71,95	591,20	1.020,78	
Imposto de renda	-	71,91	(71,36)	(164,60)	(844,10)	(106,68)	(74,36)	(24,46)	(201,01)	(347,07)	
Imposto de renda corrente		(6,55)	(96,81)	(120,80)	(196,10)	(102,08)	(114,62)	(128,86)	(140,78)	(153,81)	
Imposto de renda diferido		78,46	25,44	(43,80)	(648,00)	-	-	-	-	-	
Lucro (prejuízo) líquido	(244,50)	(1.512,92)	(724,58)	(1.117,30)	(4.291,10)	207,08	144,35	47,49	390,19	673,72	
Margem líquida	-3,24%	-18,67%	-8,09%	-11,10%	-43,89%	2,14%	1,32%	0,39%	2,94%	4,62%	
Reconciliação EBITDAR											
EBITDA	151,30	-385,98	827,00	968,30	236,00	985,57	1.431,48	1.293,21	1.659,52	2.049,80	
Margem EBITDA	2,01%	-4,76%	9,23%	9,62%	2,41%	10,19%	13,12%	10,72%	12,50%	14,05%	
EBITDAR	656	258	1.526	1.813	1.336	1.927	2.364	2.275	2.683	3.110	
Margem EBITDAR	8,7%	3,2%	17,0%	18,0%	13,7%	19,9%	21,7%	18,9%	20,2%	21,3%	

Anexo B - Balanço Patrimonial

Balanco Patrimonial '000	2012R	2013R	2014R	2015R	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ativo	9.027.098	10.638.448	9.976.647	10.368.397	10.301.890	11.390.041	12.291.788	13.162.333	13.788.135
Circulante	2.087.983	3.565.709	2.986.198	2.461.566	2.441.081	2.889.888	3.497.585	3.963.208	4.324.059
Caixa e equivalentes de caixa	1.360.586	2.879.681	2.253.907	1.623.376	1.630.412	2.075.783	2.623.433	3.033.952	3.331.410
Caixa e equivalentes de caixa	775.551	1.635.647	1.898.773	1.072.332	1.010.528	1.377.420	1.835.604	2.144.133	2.325.321
Aplicações financeiras	585.028	1.155.617	296.824	491.720	560.561	639.039	728.505	830.495	946.765
Caixa restrito	7	88.417	58.310	59.324	59.324	59.324	59.324	59.324	59.324
Contas a receber	325.665	324.821	352.284	462.620	420.919	453.765	490.336	533.242	579.118
Estoques	138.039	117.144	138.682	199.236	208.352	177.290	193.903	198.907	208.613
Impostos a recuperar	110.999	52.124	81.245	58.074	57.468	64.790	71.653	78.847	86.658
Despesas antecipadas	62.328	80.655	99.556	87.211	92.881	87.211	87.211	87.211	87.211
Direitos com operações de derivativ	10.696	48.934	18.846	1.766	1.766	1.766	1.766	1.766	1.766
Outros créditos e valores	79.670	62.350	41.678	29.283	29.283	29.283	29.283	29.283	29.283
Não circulante	6.939.115	7.072.739	6.990.449	7.906.831	7.860.809	8.500.153	8.794.204	9.199.125	9.464.076
Depósitos	654.621	847.708	793.508	1.020.074	1.020.074	1.020.074	1.020.074	1.020.074	1.020.074
Caixa restrito	224.517	166.039	273.240	676.080	334.969	676.080	490.092	544.305	511.362
Despesas antecipadas	35.456	26.526	18.247	10.075	10.075	10.075	10.075	10.075	10.075
Impostos a recuperar		73.537	70.334	73.385	73.385	73.385	73.385	73.385	73.385
Impostos diferidos	433.353	488.157	486.975	107.788	107.788	107.788	107.788	107.788	107.788
Outros créditos e valores	5.438	4.423	23.442	29.786	-	-	-	-	-
Investimentos		-	8.843	18.424	-	-	-	-	-
Imobilizado	3.885.799	3.772.159	3.602.034	4.256.614	4.596.636	4.892.518	5.370.361	5.718.921	6.014.689
Intangível	1.699.931	1.694.190	1.714.186	1.714.605	1.717.882	1.720.233	1.722.428	1.724.577	1.726.703
Passivo	8.294.270	9.419.948	10.309.621	14.690.837	12.786.148	12.989.832	13.429.171	13.622.241	12.711.384
Circulante	4.061.693	3.446.791	4.212.646	5.542.008	5.120.892	5.196.442	5.441.993	5.668.124	5.738.447
Empréstimos e financiamentos	1.719.625	440.834	1.110.734	1.396.623	1.134.621	1.157.250	1.191.473	1.185.634	1.012.356
Fornecedores	480.185	502.919	686.151	900.682	760.986	807.781	929.123	1.000.747	1.072.022
Obrigações trabalhistas	207.518	233.584	255.440	250.635	250.805	272.266	289.976	307.345	335.779
Obrigações fiscais	73.299	94.430	100.094	118.957	117.715	132.714	146.771	161.507	177.507
Taxas e tarifas aeroportuárias	240.739	271.334	315.148	313.656	298.356	325.220	350.635	376.227	403.278
Transportes a executar	823.190	1.219.802	1.101.611	1.206.655	1.138.420	1.283.472	1.419.420	1.561.930	1.716.664
Programa de milhagem	179.950	195.935	220.212	770.416	762.373	549.077	435.579	384.866	319.190
Adiantamentos de clientes	124.905	167.759	3.196	13.459	86.692	97.738	108.091	118.943	130.726
Provisões	93.595	199.471	207.094	206.708	206.708	206.708	206.708	206.708	206.708
Obrigações com operações de deriv	56.752	30.315	85.366	141.443	141.443	141.443	141.443	141.443	141.443
Outras obrigações	61.935	90.408	127.600	222.774	222.774	222.774	222.774	222.774	222.774
Não circulante	4.232.577	5.973.157	6.096.975	9.148.829	7.665.255	7.793.390	7.987.178	7.954.117	6.972.937
Empréstimos e financiamentos	3.471.550	5.148.551	5.124.505	7.908.303	6.424.729	6.552.864	6.746.652	6.713.591	5.732.411
Provisões	299.880	282.903	278.566	663.565	663.565	663.565	663.565	663.565	663.565
Programa de milhagem	364.307	456.290	559.506	221.242	221.242	221.242	221.242	221.242	221.242
Impostos diferidos		3.645		245.355	245.355	245.355	245.355	245.355	245.355
Obrigações fiscais	47.597	61.038	34.807	39.054	39.054	39.054	39.054	39.054	39.054
Outras obrigações	49.243	20.730	99.591	71.310	71.310	71.310	71.310	71.310	71.310
Patrimônio líquido (negativo)	732.828	1.218.500	-332.974	-4.322.440	-2.484.257	-1.599.791	-1.137.383	-459.908	1.076.751
Capital social	2.499.689	2.501.574	2.618.748	3.080.110	3.981.771	3.981.771	3.981.771	3.981.771	3.981.771
Ações a emitir			51	-	-	-	-	-	-
Custo na emissão de ações		-145.279	-150.214	-155.223	-155.223	-155.223	-155.223	-155.223	-155.223
Outros	-35.164	-32.116	-31.357	-22.699	298.635	661.406	725.067	681.029	1.248.725
Reservas de capital	61.387	103.366	103.366	98.861	98.861	98.861	98.861	98.861	98.861
Remuneração baseada em ações		85.438	93.763	103.126	103.126	103.126	103.126	103.126	103.126
Ajustes de avaliação patrimonial	-134.606	-18.162	-138.713	-178.939	-178.939	-178.939	-178.939	-178.939	-178.939
Efeitos em alteração de participação societária		611.130	687.163	690.379	690.379	690.379	690.379	690.379	690.379
Prejuízos acumulados	-1.658.478	-2.455.025	-3.701.194	-8.162.077	-7.546.890	-7.025.194	-6.626.447	-5.904.934	-4.935.971
Participação de acionistas não controladores		567.574	185.413	224.022	224.022	224.022	224.022	224.022	224.022
Total passivo e patrimônio líquido	9.027.098	10.638.448	9.976.647	10.368.397	10.301.890	11.390.041	12.291.788	13.162.333	13.788.135
check									

Anexo C - Demonstração do Fluxo de Caixa

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Fluxo de Caixa Operacional					
Net Income	94,31	-38,31	-166,29	343,57	777,85
<u>Itens Caixa</u>					
(+/-) Variacao de Capital de Giro	-131,59	49,48	151,28	176,87	180,21
<u>Itens Não-Caixa</u>					
(+) D&A	471,14	542,75	589,03	638,20	714,84
(+) Interest Expenses	594,77	485,83	466,15	400,99	293,94
Total	1.028,62	1.039,75	1.040,17	1.559,62	1.966,83
Fluxo de Caixa de Investimentos					
(-) Capex	-887,64	-898,26	-1.128,73	-1.339,19	-1.370,00
Total	-887,64	-898,26	-1.128,73	-1.339,19	-1.370,00
Fluxo de Caixa de Financiamento					
(+) Nova Divida	0,0	976,6	1232,6	1063,5	1635,1
(-) Amortização	-622,5	-448,0	-433,5	-621,0	-1652,7
(-) Juros Pagos	-594,8	-485,8	-466,2	-401,0	-293,9
Caixa Preliminarmente Disponível	-4	1.200	1.445	1.707	1.992
Caixa Mínimo	968	1.091	1.206	1.328	1.459
% Receita Líquida	10%				
Aumento de Capital	1.020				
Total	-197	43	333	41	-312
Variacao de caixa	-56	184	244	262	285
Caixa BoP	1.072	1.016	1.200	1.445	1.707
Variacao de caixa	-56	184	244	262	285
Caixa EoP	1.016	1.200	1.445	1.707	1.992