

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS**

Leonardo Cespedes Catto

**Metodologias de avaliação de companhias aéreas e um
panorama da saúde financeira do setor em meio à
pandemia do COVID-19**

São Carlos

2021

Leonardo Cespedes Catto

**Metodologias de avaliação de companhias aéreas e um
panorama da saúde financeira do setor em meio à
pandemia do COVID-19**

Monografia apresentada ao Curso de Engenharia Aeronáutica, da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Engenheiro Aeronáutico.

Orientador: Prof. Dr. Jorge Henrique Bidinotto

**São Carlos
2021**

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO,
POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS
DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da
EESC/USP com os dados inseridos pelo(a) autor(a).

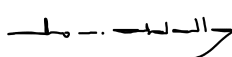
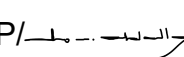
C369 Catto, Leonardo
 / Leonardo Catto; orientador Jorge Henrique
 Bidinotto. São Carlos, 2021.

 Monografia (Graduação em Engenharia Aeronáutica)
-- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade
de São Paulo, 2021.

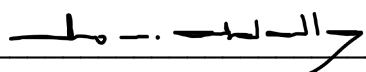
 1. Valuation. 2. Airlines. 3. COVID-19. I. Título.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Candidato: Leonardo Cespedes Catto
Título do TCC: Metodologias de avaliação de companhias aéreas e umpanorama da saúde financeira do setor em meio à pandemia do COVID-19
Data de defesa: 15/12/2020

Comissão Julgadora	Resultado
Professor Doutor Alvaro Martins Abdalla 	Aprovado
Instituição: EESC - SAA	
Professor Doutor Glauco Augusto de Paula Caurin P/ 	Aprovado
Instituição: EESC - SAA	

Presidente da Banca: Professor Doutor Alvaro Martins Abdalla


(assinatura)

Aos meus pais, meu irmão e minha namorada que, mesmo nos momentos mais conturbados, não mediram esforços para que eu pudesse entregar o melhor de mim.

AGRADECIMENTOS

À todos os docentes da Universidade de São Paulo que contribuíram para minha formação pessoal e profissional.

Ao diretor do meu colégio Adevaldo Colonize, por ter sempre me instruído como pessoa e incentivado à dar o meu melhor nas minhas decisões.

Aos meus pais, por estarem juntos nos momentos mais difíceis da minha vida e terem sempre respeitado minhas opiniões e decisões pessoais e profissionais.

"Science is the great antidote to the poison of enthusiasm and superstition."
(Adam Smith)

RESUMO

Catto, L C. **Metodologias de avaliação de companhias aéreas e um panorama da saúde financeira do setor em meio à pandemia do COVID-19.** 2021. 41p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2021.

O presente trabalho tem como objetivo a apresentação de metodologias de avaliação financeira de companhias aéreas brasileiras e um panorama da saúde financeira do setor em meio à pandemia do COVID-19. Para tal, foram utilizados conceitos de modelagem financeira, contabilidade e *valuation*, além de estudos setoriais e acompanhamentos de notícias e informações relevantes de mercado.

Palavras-chave: *Valuation*; Aéreas; COVID-19.

ABSTRACT

Catto, L C. **Valuation methods for airline companies and an overview of its financial health amidst the COVID-19 pandemic.** 2021. 41p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2021.

The objective of the present work is to present valuation methodologies of Brazilian airline companies and an overview of its financial health during the COVID-19 pandemic crisis. For this, financial modelling, accounting and valuation theory were used as fundamentals, as well as sector studies and market news flow.

Keywords: *Valuation*; Airlines; COVID-19.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Múltiplos são padronizações do preço de um ativo.	16
Figura 2 – US airline available seat miles, YoY change.	20
Figura 3 – US airline load factor, YoY percentage point change.	20
Figura 4 – Seat capacity & scheduled passenger ('000) in the chinese market. . . .	21
Figura 5 – Projeções do PIB (Produto Interno Bruto).	21
Figura 6 – Projeções do câmbio (Real frente ao dólar).	22
Figura 7 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.	24
Figura 8 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.	24
Figura 9 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.	25
Figura 10 – Cálculo do EBITDA e Receita líquida dos últimos 12 meses das compa- nhias mencionadas, baseado no fim do segundo trimestre de 2020. . . .	26
Figura 11 – Cálculo dos indicadores de liquidez para as companhias mencionadas, baseado no fim do segundo trimestre de 2020.	26
Figura 12 – Alavancagem medida em Net Debt/EBITDA das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020.	27
Figura 13 – Porcentagem da dívida de curto prazo das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020.	27
Figura 14 – Relação entre a liquidez e a receita líquida total dos últimos 12 meses das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020. . . .	28
Figura 15 – Demonstração de Resultados da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.	39
Figura 16 – Balanço Patrimonial da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.	40
Figura 17 – Demonstração de Fluxo de Caixa da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Esquema de um balanço patrimonial.	6
Tabela 2 – Esquema de uma demonstração de resultados.	7
Tabela 3 – Cálculo do EBITDA a partir da DRE.	8
Tabela 4 – Esquema de uma demonstração de fluxo de caixa.	10
Tabela 5 – Exemplificação do cálculo do FCFE.	12
Tabela 6 – Exemplificação do cálculo do FCFF.	12

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

EESC	Escola de Engenharia de São Carlos
TCC	Trabalho de Conclusão de Curso
USP	Universidade de São Paulo
COGS	<i>Cost of goods sold</i>
SG&A	<i>Selling, General & Administrative Expenses</i>
EBIT	Earnings before interests and taxes
EBITDA	<i>Earnings before interests, taxes, depreciation & amortization</i>
CFO	Cash Flow from Operating Activities
CFI	<i>Cash Flow from Investment Activities</i>
CFF	<i>Cash Flow from Financing Activities</i>
FX	<i>Foreign Exchange</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
ERP	<i>Equity Risk Premium</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
NPV	<i>Net Present Value</i>
ASK	<i>Available Seat Kilometers</i>
RPK	<i>Revenue Passenger Kilometers</i>
RASK	<i>Revenue per ASK</i>
CASK	<i>Cost per ASK</i>
PRASK	<i>Passenger Revenue per ASK</i>
ST	<i>Short-Term</i>
LT	<i>Long-Term</i>
LTM	<i>Last Twelve Months</i>

LISTA DE SÍMBOLOS

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	OBJETIVOS	3
2.1	Geral	3
2.2	Específicos	3
3	DESENVOLVIMENTO	5
3.1	Finanças e contabilidade	5
3.1.1	Balanço Patrimonial ou BP	5
3.1.2	Demonstração de Resultados de Exercício ou DRE	7
3.1.2.1	O EBITDA	8
3.1.3	Demonstração de Fluxo de Caixa ou DFC	9
3.2	Métodos de avaliação de empresas ou <i>Valuation</i>	11
3.2.1	Fluxo de caixa descontado ou DCF	11
3.2.1.1	O fluxo de caixa	12
3.2.1.2	Taxa de desconto ou <i>discount rate</i>	13
3.2.1.3	Valor terminal e taxa de crescimento perpétua	15
3.2.2	Método relativo ou por múltiplos	15
3.3	Companhias aéreas no mercado brasileiro	17
3.3.1	Métricas operacionais do setor aéreo	18
3.3.2	Impacto do COVID-19 na indústria aérea global	19
3.3.3	Análise operacional e de liquidez dos principais <i>players</i> do mercado brasileiro	23
3.3.4	Notícias recentes e medidas adotadas pelas companhias aéreas brasileiras frente ao COVID-19	30
3.3.4.1	Azul	30
3.3.4.2	LATAM	31
4	CONCLUSÃO	33
	REFERÊNCIAS	35
	APÊNDICES	37
	APÊNDICE A – EXEMPLOS DE DEMOSTRATIVOS REPORTADOS POR COMPANHIAS AÉREAS NO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2020.	39

1 INTRODUÇÃO

Valuation é uma ferramenta muito utilizada no meio financeiro e tem como principal objetivo determinar o valor justo de um determinado produto ou empresa, utilizando para tal premissas que podem variar de acordo com a disponibilidade de dados e necessidade de precisão da análise.

Este trabalho apresenta de forma geral como tais metodologias podem ser aplicadas à companhias aéreas, e quais são suas diferenças frente à outros métodos e possibilidades de avaliação financeira.

Além disso, é importante ressaltar que as linhas aéreas foram uma das indústrias mais afetadas pela pandemia do COVID-19, o que justifica a abordagem do TCC de tentar, além de exemplificar as técnicas de *Valuation*, demonstrar quais foram os impactos da crise atual e como foram afetados os resultados financeiros das empresas do setor.

2 OBJETIVOS

2.1 Geral

Em conformidade com o contexto apresentado, este trabalho tem como objetivo a apresentação das metodologias de avaliação de uma empresa aérea e da situação financeira das companhias brasileiras frente à pandemia do COVID-19 em 2020.

2.2 Específicos

- Apresentar e descrever as principais métricas observadas e analisadas pelo mercado;
- Compreender como tais métricas podem ser utilizadas para a determinação do valor intrínseco de uma empresa aérea;
- Uma vez apresentadas as métricas e métodos de avaliação de empresas, será apresentada de uma forma geral a situação financeira das principais companhias brasileiras e quais políticas de reação foram tomadas durante a crise de 2020.

3 DESENVOLVIMENTO

Nesta seção, serão expostos conceitos fundamentais de contabilidade, finanças corporativas e *Valuation*, de modo a exemplificar os principais métodos de avaliação de uma companhia aérea no Brasil. Além disso, serão apresentadas métricas financeiras e operacionais relevantes para o setor aéreo brasileiro e como tais dados se comunicam com a crise atual da pandemia do COVID-19 e seus efeitos nos principais *players* do mercado.

3.1 Finanças e contabilidade

Para que se compreenda o básico de uma situação financeira e operacional de uma empresa, seja esta listada ou não em mercados de negociações, é necessário o entendimento de três principais demonstrativos financeiros: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração de Resultados de Exercício (DRE) e a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC).

3.1.1 Balanço Patrimonial ou BP

De acordo com (DAMODARAN, 2012), o balanço patrimonial é o demonstrativo financeiro que representa os ativos de uma empresa, o valor desses ativos e a estrutura de capital, isto é, a proporção entre capital próprio e de terceiros (*equity* e *debt*, respectivamente), usados para financiar esses bens e direitos em determinado momento.

A estrutura de capital tende a variar de companhia para companhia, refletindo em diversas categorias de ativos e passivos que podem estar presentes em seus balanços patrimoniais. No entanto, todo BP pode ser definido através da equação fundamental da contabilidade descrita por:

$$Ativo = Passivo + Patrimônio Líquido \quad (3.1)$$

De uma forma geral, os itens que compõem o BP de uma companhia são dispostos em ordem de liquidez, isto é, são categorizados de acordo com a facilidade de convertê-los em caixa. Assim, uma possível estrutura de balanço pode ser observada na Tabela 1 a seguir:

Ativo	Passivo e Patrimônio Líquido
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa e equivalentes de caixa	Empréstimos e financiamentos
Aplicações financeiras	Passivo de arrendamento
Contas a receber	Fornecedores
Estoques	Salários, provisões e encargos sociais
Tributos a recuperar	Tributos a recolher
Instrumentos financeiros derivativos	Instrumentos financeiros derivativos
Despesas antecipadas	Provisões
Outros ativos	Outros passivos circulantes
Ativo Não Circulante	Passivo Não Circulante
Aplicações financeiras de longo prazo	Empréstimos e financiamentos
Instrumentos financeiros derivativos	Passivo de arrendamento
Despesas antecipadas	Instrumentos financeiros derivativos
Imobilizado	Imposto de renda e contribuição social diferidos
Intangível	Provisões
Outros ativos não circulantes	Outros passivos não circulantes
	Patrimônio líquido
	Capital social
	Reserva de capital
	Ações em tesouraria
	Lucro/Prejuízo acumulado

Tabela 1 – Esquema de um balanço patrimonial.

3.1.2 Demonstração de Resultados de Exercício ou DRE

A demonstração de resultados fornece informações sobre as operações das empresas, tais como receitas, despesas e lucros, possuindo papel fundamental para a análise de rendimentos e eficiência operacional de uma empresa.

A estrutura genérica de uma DRE pode ser exemplificada na Tabela 2 a seguir:

Receita Bruta
(-) Deduções da receita bruta
(=) Receita líquida
(-) Custo de mercadorias e serviços vendidos (COGS)
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A)
(+/-) Outras receitas/despesas operacionais
(=) Lucro operacional (EBIT)
(+/-) Resultado financeiro
(+/-) Resultado não operacional
(=) Lucro antes dos impostos (EBT)
(-) Imposto de renda e contribuição social
(=) Lucro líquido

Tabela 2 – Esquema de uma demonstração de resultados.

3.1.2.1 O EBITDA

De acordo com (MÁLAGA, 2017), define-se EBITDA como o lucro antes dos juros, dos impostos (imposto de renda e contribuição social), da depreciação e amortização. De forma prática, pode-se encontrar o valor do EBITDA adicionando ao lucro operacional (EBIT) da DRE, as despesas com depreciação e amortização do período.

A métrica EBITDA tem como principal objetivo a obtenção de uma *proxy* do potencial de geração de caixa das operações de uma empresa.

A Tabela 3 a seguir exemplifica o cálculo do EBITDA de forma simplificada.

Lucro operacional (EBIT)
(+) Depreciação e amortização
(=) EBITDA

Tabela 3 – Cálculo do EBITDA a partir da DRE.

O EBITDA é uma das principais métricas avaliadas ao se analisar uma companhia aérea. Extremamente dependente de fatores exógenos, tais como variações cambiais, variações de preços de combustível e riscos de oferta e demanda, o setor aéreo apresenta muita volatilidade, tornando difícil a análise de desempenho operacional através do lucro líquido das empresas. Desta forma, o EBITDA se torna uma ferramenta de extrema importância para o estudo do setor.

Um ponto importante a ser ressaltado é que uma mudança contábil internacional emitida em 2016 chamada IFRS-16 propôs que despesas com arrendamentos ou *leasing* deixassem de ser reportadas como despesas operacionais e passassem a ser incluídas no passivo de seus balanços patrimoniais. Portanto, o que antes era chamado de EBITDAR (*Earnings before interest, depreciation, amortization and rent costs*) agora passa a ser apenas EBITDA.

3.1.3 Demonstração de Fluxo de Caixa ou DFC

Já a demonstração de fluxo de caixa representa as entradas e saídas de caixa da empresa em um determinado período, em decorrência de suas operações, financiamentos e investimentos.

É importante ressaltar que a DFC é o demonstrativo responsável pela interação entre o BP e a DRE, representando o acréscimo ou decréscimo de liquidez de uma companhia em determinado período devido à suas movimentações financeiras e operacionais.

O cálculo e obtenção do DFC podem ser obtidos através de dois métodos, sendo que apenas um será discutido no presente trabalho. Tal método é conhecido como método indireto, pois ele parte do lucro líquido reportado pela companhia em determinado período.

A variação líquida do caixa pode ser descrita conforme a equação a seguir:

$$\text{Variação do caixa} = CFO + CFI + CFF \quad (3.2)$$

de modo que,

- CFO = Cash flow from operating activities
- CFI = Cash flow from investing activities
- CFF = Cash flow from financing activities

A Tabela 4 a seguir demonstra, de forma genérica, o método para o cálculo de cada componente da DFC:

CFO
Lucro líquido (+) Depreciação e amortização (-/+) Variação de capital de giro (+/-) Outros
CFI
(+/-) Investimentos (+/-) Intangíveis (+/-) Outros
CFF
(+/-) Variações no capital (<i>Equity</i>) (+/-) Variações no endividamento (<i>Debt</i>) (-) Pagamento de dividendos (-) Variação cambial (FX) (+/-) Outros

Tabela 4 – Esquema de uma demonstração de fluxo de caixa.

3.2 Métodos de avaliação de empresas ou *Valuation*

De acordo com (DAMODARAN, 2012), existem três principais metodologias de avaliação de empresas. A primeira é a avaliação através do fluxo de caixa descontado, ou DCF, a qual se tem como objetivo determinar o valor intrínseco de um ativo através de sua capacidade de geração de caixa futuro. A segunda metodologia envolve comparações relativas, na qual o valor é estimado através de uma comparação com ativos similares presentes no mercado, através de métricas ou múltiplos escolhidos pelo analista ou investidor de acordo com a necessidade ou setor analisado. A terceira metodologia envolve a análise por opções reais, a qual não será abordada neste documento.

3.2.1 Fluxo de caixa descontado ou DCF

De maneira sucinta, na metodologia do DCF, o valor de um ativo ou ação é o valor presente dos fluxos de caixas futuros estimados para tal ativo descontados por uma taxa de desconto. Em outras palavras, o valor intrínseco de um ativo pode ser compreendido como a combinação dos seus fluxos de caixa, potenciais de crescimento e riscos envolvidos. A equação que representa esta definição pode ser descrita da seguinte maneira:

$$Value\ of\ an\ asset = \sum_{i=1}^n \frac{E(CF_i)}{(1+r)^i} \quad (3.3)$$

onde n é o tempo projetado para determinado ativo, $E(CF_i)$ é o fluxo de caixa esperado para o período i e r é uma taxa de desconto que reflete o risco atrelado ao objeto de análise.

3.2.1.1 O fluxo de caixa

Existem duas maneiras de se avaliar uma empresa. A primeira é através do cálculo segundo a perspectiva do acionista, também conhecido como *Equity valuation*, e a segunda levando em conta acionistas e credores da empresa, ou *Firm valuation*.

No primeiro caso, o fluxo de caixa a ser utilizado e projetado para a análise também é conhecido como Fluxo de caixa livre para os acionistas, ou *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*. Já no segundo caso, as projeções de caixas futuros são feitas através do *Free Cash Flow to Firm (FCFF)*.

A escolha de qual metodologia a ser utilizada varia de acordo com a necessidade do analista, da empresa estudada e do setor na qual está inserida. Desta forma, as Tabelas 5 e 6 a seguir demonstram a estrutura de cálculo para os dois tipos de *Free Cash Flow* que podem ser utilizados diante da avaliação de uma companhia.

Lucro líquido (+) Receitas financeiras x (1-t) (+) Depreciação (+/-) Working Capital
Fluxo de caixa operacional (A)
(-) CAPEX (+) Demais custos não-caixa
Fluxo de caixa de investimentos (B)
(+/-) Acréscimo/decréscimo no endividamento (+/-) Outros
Fluxo de caixa de financiamento (C)
FCFE = (A) + (B) + (C)

Tabela 5 – Exemplificação do cálculo do FCFE.

EBIT x (1-t) (+) Depreciação (+/-) Working Capital
Fluxo de caixa operacional (A)
(-) CAPEX (+) Demais custos não-caixa
Fluxo de caixa de investimentos (B)
FCFF = (A) + (B)

Tabela 6 – Exemplificação do cálculo do FCFF.

3.2.1.2 Taxa de desconto ou *discount rate*

A taxa de desconto nada mais é do que uma taxa que representa o valor do dinheiro ou de um ativo no tempo. De forma geral, entende-se que o uma quantia monetária hoje vale mais do que a mesma quantia no futuro, e é exatamente por isso que empréstimos e financiamentos são fornecidos com a incidência de uma taxa de juros sobre o montante de capital.

De acordo com (DAMODARAN, 2012), o princípio da consistência diz que a taxa de desconto deve ser escolhida de acordo com o tipo de fluxo de caixa livre utilizado para a análise. Em outras palavras, quando se faz um *Firm valuation*, usa-se uma taxa de desconto também conhecida como custo de capital ou WACC; Por outro lado, se a análise é fundamentada no *Equity Valuation*, a taxa de desconto utilizada deve ser outra, conhecida como *Cost of Equity* ou K_e .

É importante ressaltar também que o princípio da consistência também se aplica para o câmbio, isto é, para a moeda segundo a qual a análise é feita, e para o caráter inflacionário (real ou nominal).

Para se determinar as taxas de descontos, é comumente utilizado no mercado e nas bibliografias a teoria CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

O *Cost of Equity*, também conhecido como custo de capital próprio, representa o risco observado por um investidor marginal, ou seja, o investidor bem diversificado cuja única percepção de risco está em sua porção não diversificável.

Segundo o modelo CAPM, o K_e é função de três principais inputs:

$$K_e = R_f + \beta \times ERP \quad (3.4)$$

de modo que:

- R_f = Taxa livre de risco. Geralmente títulos de dívida pública governamentais são utilizados como *proxy*;
- ERP = *Equity Risk Premium*. Trata-se do prêmio que investidores cobram por determinado ativo de risco. Dados históricos comumente são utilizados para se determinar o ERP;
- β - Betas são estimados através de regressões entre os retornos de determinado ativo estudado e os retornos do mercado de capital no qual tal ativo está inserido.

O *Cost of Debt*, também conhecido como custo da dívida, pode ser compreendido como uma taxa média segundo a qual uma companhia pode emprestar/financiar capital

no presente. Existem diversas formas de se calcular o K_d , sendo as mais comuns descritas a seguir:

- Uso do *yield to maturity* de um título líquido e de longo prazo da empresa;
- Através de *ratings de crédito*, estima-se o *Default Spread* da companhia e desta forma, o valor atrelado ao risco de se emprestar dinheiro em tais condições.

Uma vez tendo em mãos o K_e e o K_d de uma empresa, é possível desta forma calcular o seu custo de capital. O custo de capital ou WACC, pode ser definido como:

$$WACC = K_e \times \frac{Equity}{Equity + Debt} + K_d \times (1 - t) \times \frac{Debt}{Equity + Debt} \quad (3.5)$$

, sendo que *Equity* e *Debt* representam a estrutura de capital da empresa em valor de mercado, e t a alíquota marginal de imposto incidente.

3.2.1.3 Valor terminal e taxa de crescimento perpétua

Uma ação ou ativo de uma empresa possui, potencialmente, uma vida infinita no mercado. Como explicitado na seção 3.2.1.1, temos a seguinte série:

$$Value = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3.6)$$

No entanto, por questões de aplicabilidade e praticidade, estima-se uma taxa de crescimento por um período limitado e, posteriormente, um valor terminal também conhecido como perpetuidade. Considerando que o crescimento dado na perpetuidade seja dado por g , temos que o *Net Present Value (NPV)* dos fluxos de caixa futuros é dado por:

$$NPV_{terminal} = \frac{E(CF)_{next\ period}}{r - g} \quad (3.7)$$

Desta forma, uma vez determinada a taxa de desconto necessária para a aplicação nos fluxos de caixa estimados em determinada empresa e sua perpetuidade, pode-se determinar seu valor intrínseco ou *fair value*. Esta metodologia, então, é conhecida como *Discounted Cash Flow Method*.

3.2.2 Método relativo ou por múltiplos

A metodologia comparativa, também conhecida como *Multiple or relative valuation*, tem como objetivo encontrar o valor de um ativo através da comparação de mercado com ativos similares de valor conhecido.

De acordo com (DAMODARAN, 2012), os seguintes passos devem ser tomados para se obter uma avaliação por múltiplos:

- Identificar ativos comparáveis e obtenção de seus valores de mercado;
- Conversão dos valores de mercado em valores padronizados, também conhecido como múltiplos;
- Comparar os valores padronizados com o ativo a ser analisado, compreendendo as diferenças entre as companhias que podem afetar o valor dos múltiplos, determinando assim se o ativo está sub ou supervalorizado.

A Figura 1 a seguir representa a definição dada por Damodaran para a categorização de um múltiplo de mercado:

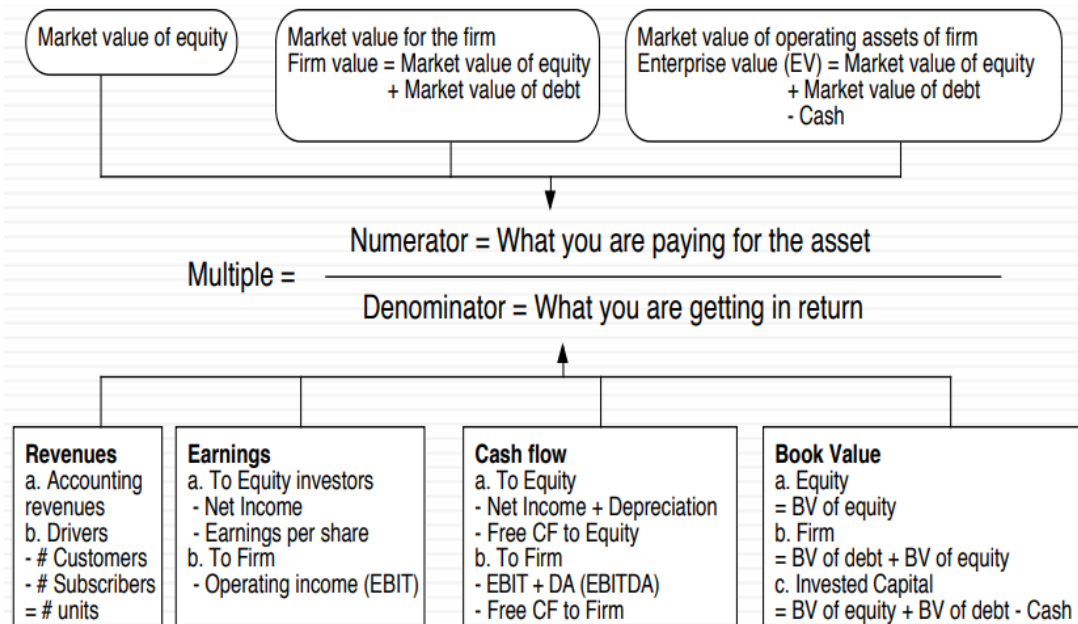


Figura 1 – Múltiplos são padronizações do preço de um ativo.

Fonte: (DAMODARAN, 2012)

Em suma, há diversos tipos de múltiplos usados no mercado, cada um com determinada aplicação em setores específicos e categorias de empresas. De forma geral, os múltiplos mais utilizados são:

- EV/EBITDA: Múltiplo definido pela divisão do *Enterprise Value* (*Net Debt + Equity*) pelo EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*);
- P/E: Também conhecido como *Price to Earnings*, é definido pela relação entre o preço de mercado ou *market cap* de um ativo e seu lucro líquido em determinado período.

3.3 Companhias aéreas no mercado brasileiro

Antes de iniciar o estudo da situação operacional e financeira das companhias aéreas brasileiras, é necessário compreender primeiramente o significado e aplicação de algumas métricas operacionais importantes do setor. A seção 3.3 tem como objetivo explicar de forma sucinta alguns dos principais conceitos e suas aplicações no setor.

Posteriormente, será abordado os efeitos da pandemia sobre o setor aéreo como um todo, de forma a compreender como o medo social, medidas de reclusão (*lockdown*) e mudanças no padrão de consumo interferiram na relação de oferta e demanda.

Finalmente, serão apresentados os principais *players* do mercado, suas principais características e individualidades, e suas respectivas situações financeiras diante da pandemia.

3.3.1 Métricas operacionais do setor aéreo

- *Aircraft Utilization*: Número médio de horas por dia em que a aeronave esteve em operação;
- *Completion factor*: Porcentagem de vôos realizados;
- *Stage Length*: Número médio de quilômetros voados por vôo;
- *Trip Cost*: Custo médio por vôo: divisão total dos custos operacionais (OPEX) pelo número total de partidas;
- *Revenue Passenger Kilometers (RPK)*: Passageiros pagantes transportados em um quilômetro (Multiplica-se o número de passageiros pagantes pelos quilômetros voados);
- *Available Seat Kilometers (ASK)*: Número de assentos disponíveis multiplicado pelos quilômetros voados;
- *Load Factor*: Capacidade da aeronave utilizada em termos de assento (divisão do RPK pelo ASK);
- *Yield*: Valor médio pago por um passageiro para voar um quilômetro (divisão da receita de passageiro pelo total de assento-quilômetro);
- *Cost per ASK (CASK)*: Custo operacional dividido pelo total de assentos-quilômetro oferecidos;
- *Cost per ASK ex-fuel (CASK ex-fuel)*: Custo operacional dividido pelo total de assentos-quilômetro oferecidos excluindo despesas com combustível;
- *Revenue per ASK (RASK)*: Receita operacional dividida pelo total de assentos-quilômetro oferecidos;
- *Passenger revenue per ASK (PRASK)*: Receita de passageiros dividida pelo total de assentos-quilômetro disponíveis (também calculado pela multiplicação do load factor pelo yield).

3.3.2 Impacto do COVID-19 na indústria aérea global

Eventos exógenos como desastres ambientais, crises econômicas, ataques terroristas e epidemias geram um impacto extremamente negativo para a indústria global e, evidentemente, para o setor aéreo de forma geral.

A crise do COVID-19 tem causado um efeito sem precedentes para as companhias aéreas do mundo todo. A Figuras 2 e 3 demonstram um estudo realizado pela McKinsey Company comparando o efeito da pandemia de 2019/20 com eventos de efeitos passados na economia mundial. Pode-se observar que as expectativas de deterioração no mercado de aviação são extremamente negativas se comparadas à tais eventos, principalmente pelo medo coletivo e uma incerteza quanto à produção de métodos preventivos eficazes no curto prazo.

De modo a obter uma base comparativa sólida, a Figura 4 representa a evolução, em termos de capacidade e passageiros transportados, do mercado de aviação chinês. Pode-se observar claramente uma recuperação em V , o que pode ser compreendido como um fator positivo se o mesmo fenômeno se concretizar nos mercados ocidentais.

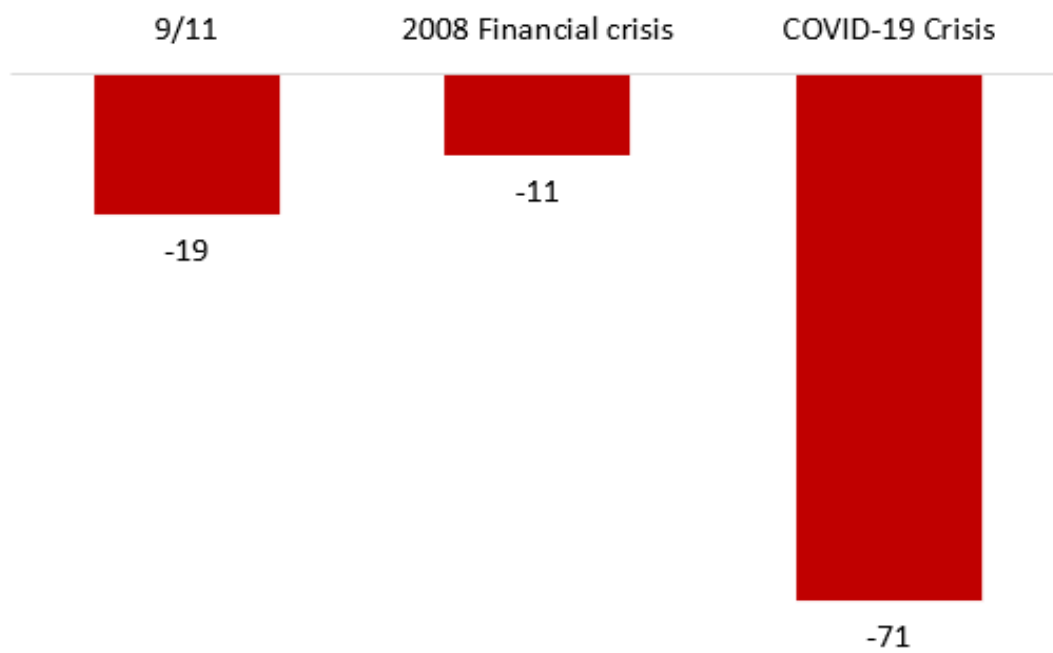


Figura 2 – US airline available seat miles, YoY change.

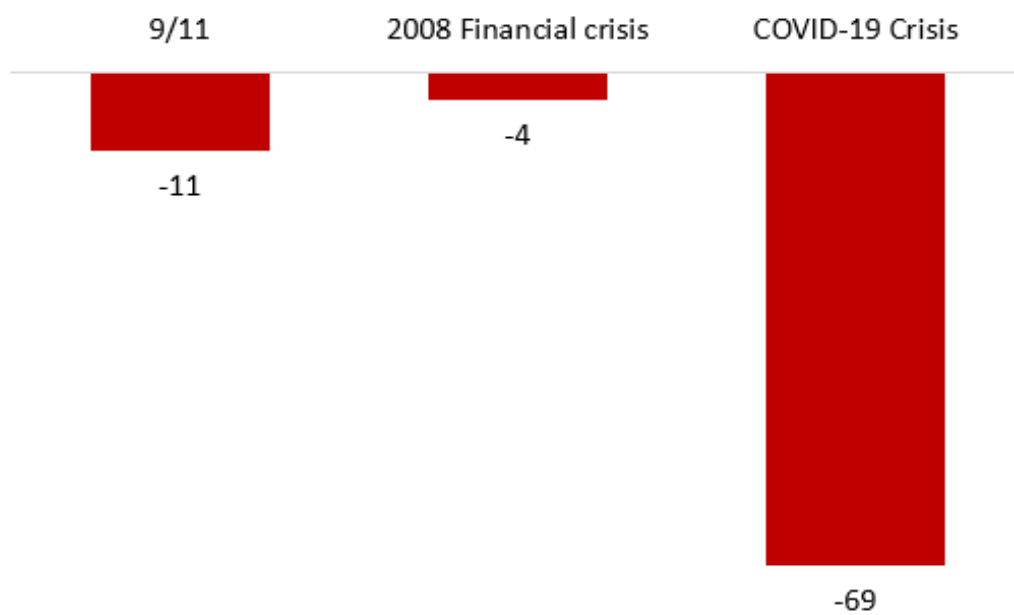


Figura 3 – US airline load factor, YoY percentage point change.

Fonte: Mckinsey & Company

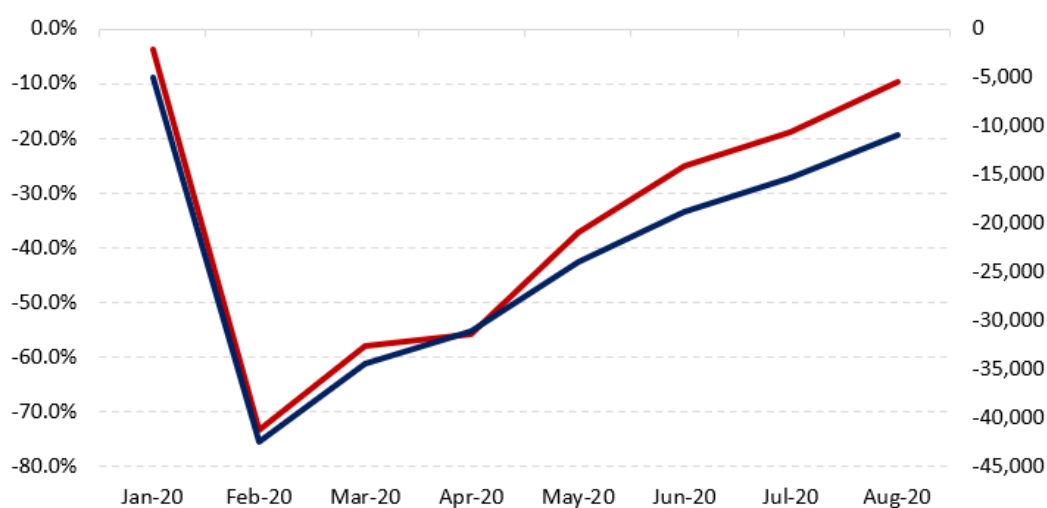


Figura 4 – Seat capacity & scheduled passenger ('000) in the chinese market.

Fonte: ICAO, IATA, IMF/World Bank

Olhando para o mercado nacional, é possível notar uma mudança expressiva nos principais indicadores macroeconômicos locais. As Figuras 5 e 6 a seguir representam as projeções para o crescimento PIB (Produto Interno Bruto) e do desempenho da taxa de câmbio frente ao dólar americano.

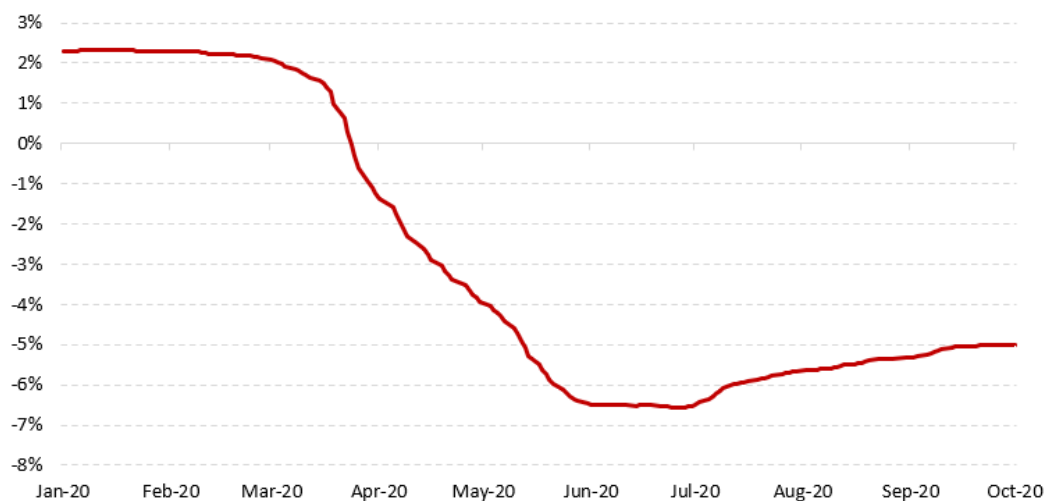


Figura 5 – Projeções do PIB (Produto Interno Bruto).

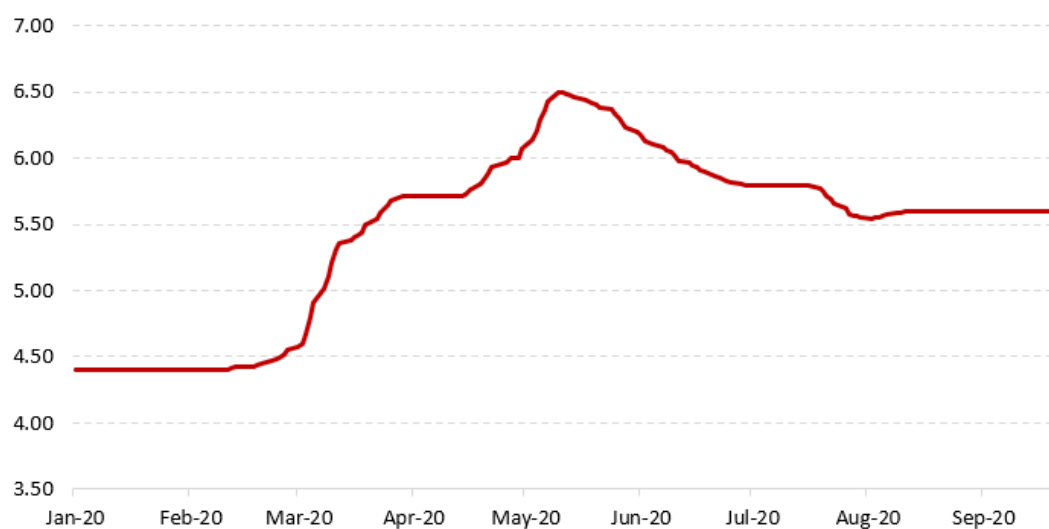


Figura 6 – Projeções do câmbio (Real frente ao dólar).

Fonte: Boletim Focus; Banco Central do Brasil

Nota-se que, apesar de uma perspectiva positiva no início de 2020 principalmente relacionada à boas expectativas do mercado em relação às políticas fiscais, o impacto do novo coronavírus tem provocado reações negativas, fazendo com que o consenso revisasse para baixo as projeções econômicas mencionadas. Além disso, uma maior incerteza quanto à retomada econômica do mercado brasileiro e um ambiente internacional ainda turbulento têm provocado uma desvalorização significativa do câmbio, como observado anteriormente.

3.3.3 Análise operacional e de liquidez dos principais *players* do mercado brasileiro

Para se compreender o impacto da pandemia de 2020 nas companhias aéreas brasileiras, é imprescindível observar a situação de liquidez financeira dos principais *players* do setor. Existem diversas maneiras de se analisar a liquidez (ou posição de caixa) de uma empresa, e a análise seguinte será fundamentada nos principais conceitos financeiros listados a seguir:

- Dívida líquida: $\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Bruta} - \text{Caixa e equivalentes}$;
- Alavancagem: Medida através da relação entre a Dívida Líquida e o EBITDA;
- Dívida de Curto Prazo / Dívida Total: Porcentagem representativa do endividamento de curto prazo;
- Caixa e equivalentes / Receita Líquida: Relação entre a disponibilidade de caixa da empresa e o montante de receita líquida gerada no mesmo período.

Antes mesmo de se iniciar uma análise financeira de liquidez das companhias brasileiras, é interessante obter uma noção do desempenho operacional e dos níveis de utilização das operações. As Figuras 7, 8 e 9 representam a variação, ao longo do ano de 2020, da oferta e demanda oferecida pelas empresas Azul Linhas Aéreas Brasileiras, GOL Linhas Aéreas Intligentes e LATAM Airlines Group. É possível observar, pelo que indicam os dados até o momento, que o pior momento ocorreu durante o periodo de Abril e Maio, e que desde então os principais *players* do mercado têm demonstrado significativos sinais de recuperação. Vale destacar que a LATAM, por ter a maior parte de sua operação focada no mercado internacional, é a empresa que possuiu maior impacto negativo e que apresenta a recuperação mais lenta do setor.

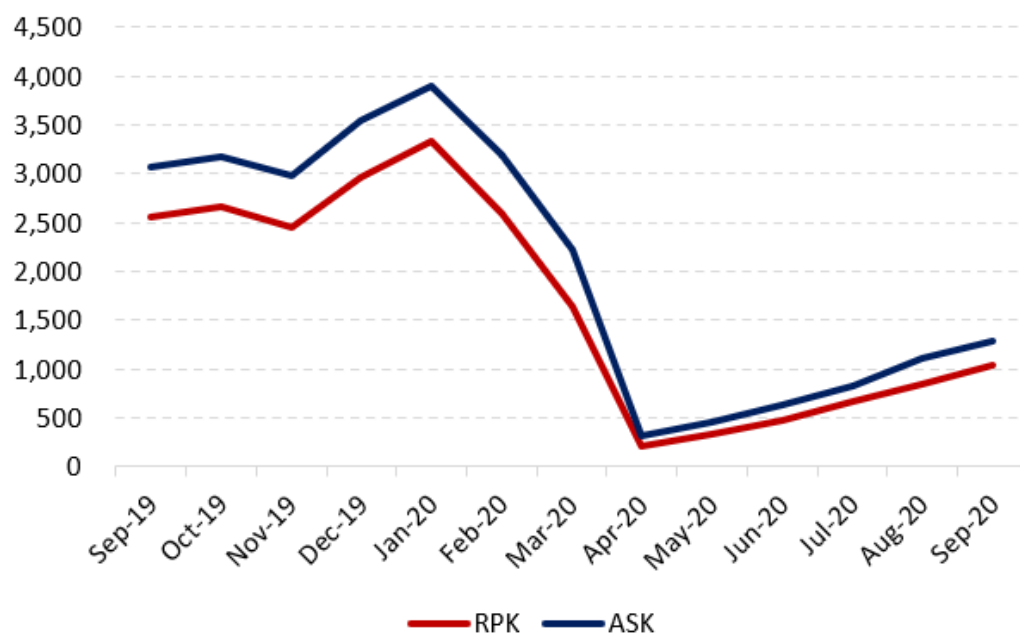


Figura 7 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.

Fonte: Azul

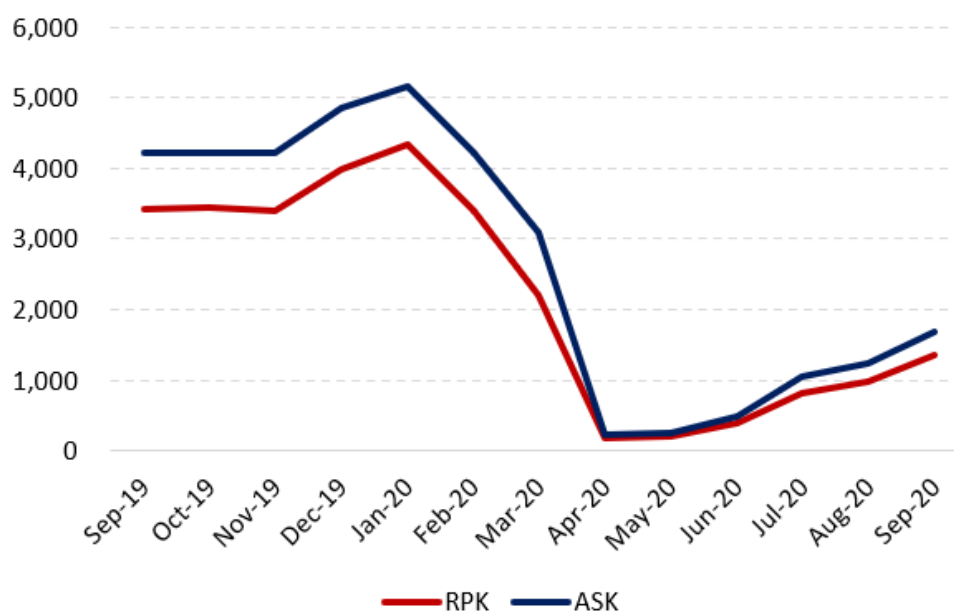


Figura 8 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.

Fonte: GOL

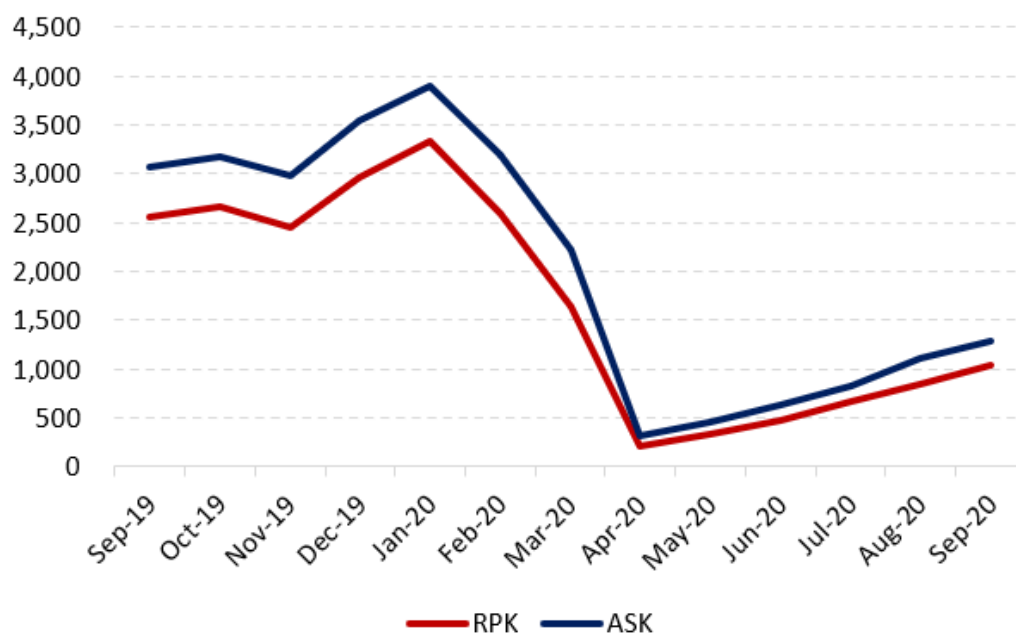


Figura 9 – Histórico de capacidade e demanda medidos em ASKs e RPKs.

Fonte: LATAM

Tendo como foco a análise e posição financeira das já mencionadas empresas, foram feitos alguns cálculos de modo a obter métricas relevantes para a comparação da saúde financeira das três principais operadoras aéreas do Brasil.

As imagens a seguir representam as estruturas de cálculo dos principais índices mencionados, utilizando para isso os dados públicos reportados trimestralmente pelas principais companhias brasileiras analisadas: Azul, LATAM e GOL.

	2Q20	1Q20	4Q19	3Q19	LTM
Azul					
EBITDA	(324.3)	654.2	1,229.6	935.8	2,495.4
Revenues	401.6	2,802.7	3,251.9	3,030.7	9,486.9
GOL					
EBITDA	(282.5)	1,439.8	1,464.9	1,140.5	2,987.9
Revenues	357.8	3,147.7	3,803.3	3,709.9	11,018.7
LATAM					
EBITDA	(388.0)	479.1	741.2	644.7	1,477.0
Revenues	571.9	2,352.3	2,870.6	2,665.1	8,459.9

Figura 10 – Cálculo do EBITDA e Receita líquida dos últimos 12 meses das companhias mencionadas, baseado no fim do segundo trimestre de 2020.

*Values in local currency (Azul and GOL in BRL, LATAM in USD)

	Azul	GOL	LATAM
Gross debt	18,859.5	16,250.0	9,925.1
Short term	3,223.9	5,216.3	2,315.0
Long term	15,635.6	11,033.8	7,610.1
Cash (Liquidity)	3,008.0	3,305.5	1,460.2
Net debt	15,851.5	13,480.6	8,464.9

Key financial ratios (R\$ million)	Azul	GOL	LATAM
Net Debt / LTM EBITDA	6.4x	4.5x	5.7x
ST Debt / Total Debt	17%	32%	23%
Liquidity / LTM Revenues	32%	30%	17%

Figura 11 – Cálculo dos indicadores de liquidez para as companhias mencionadas, baseado no fim do segundo trimestre de 2020.

Fonte: Relação com investidores das companhias mencionadas.

As Figuras 12, 13 e 14 demonstram, desta forma, uma estudo comparativo entre as principais empresas de modo a posicioná-las diante de uma das maiores crises do setor de aviação civil.

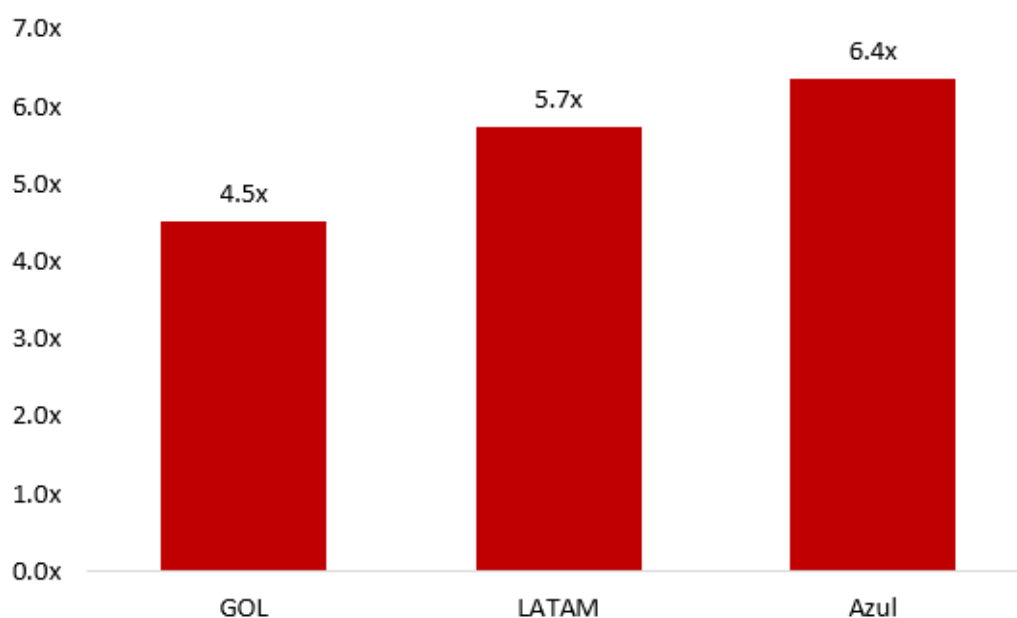


Figura 12 – Alavancagem medida em Net Debt/EBITDA das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020.

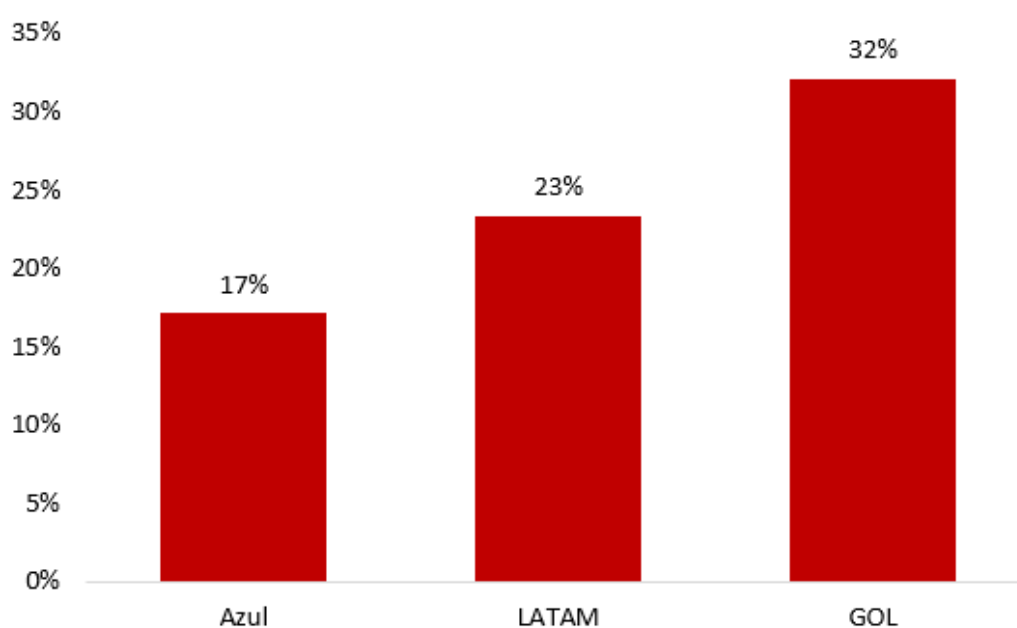


Figura 13 – Porcentagem da dívida de curto prazo das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020.

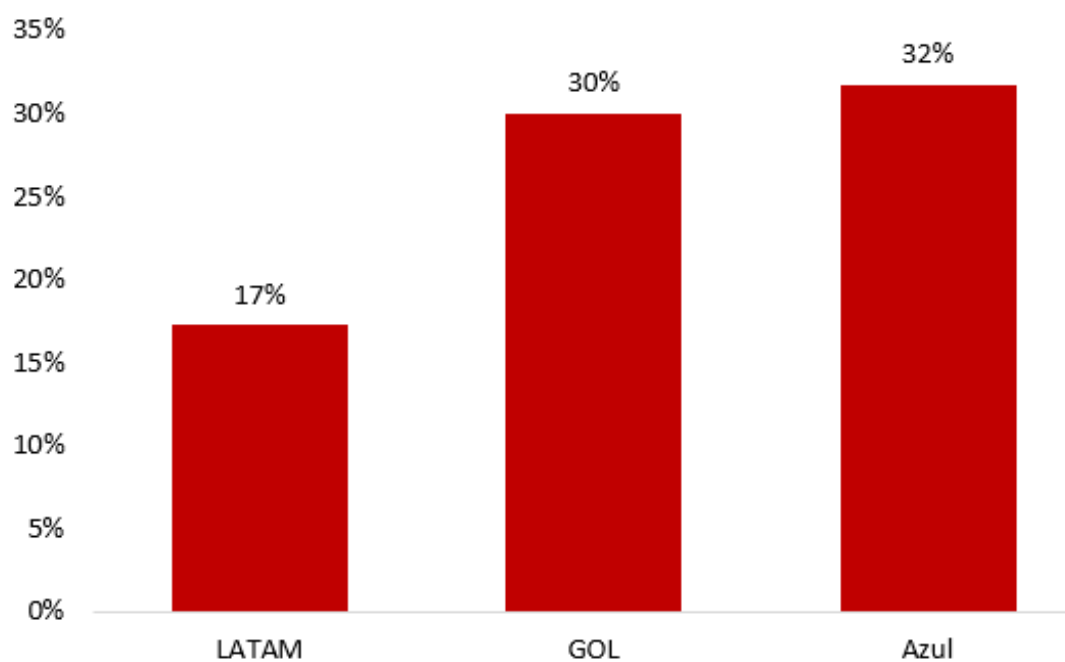


Figura 14 – Relação entre a liquidez e a receita líquida total dos últimos 12 meses das três companhias aéreas no fim do segundo trimestre de 2020.

Fonte: Relação com investidores das companhias

De modo geral, pode-se observar que, em termos de alavancagem, as três empresas apresentam valores significativamente superiores à média histórica dos últimos anos, sendo a GOL a companhia com a situação mais confortável diante desse aspecto.

É importante ressaltar que as empresas geralmente possuem políticas de *covenants*, que são basicamente limites estabelecidos para determinada métrica de modo a garantir a saúde financeira da companhia diante de suas operações e de seus credores.

Observando a métrica ST Debt / Total Debt, é possível compreender que a Azul apresenta a situação mais confortável, uma vez que possui uma maior parcela de seu endividamento alocada no longo prazo.

Por último, analisando a relação entre a disponibilidade de caixa em relação à receita líquida dos últimos 12 meses do período, nota-se novamente que a Azul é a empresa em melhor posição diante do panorama atual.

Dito isso, é extremamente importante ressaltar alguns pontos recentemente discutidos no mercado a respeito do setor aéreo. O principal desafio das companhias nacionais está em honrar com seus compromissos de curto prazo e garantirem a sustentabilidade de suas operações.

3.3.4 Notícias recentes e medidas adotadas pelas companhias aéreas brasileiras frente ao COVID-19

Como já mencionado, as companhias aéreas brasileiras têm apresentado dificuldades estruturais diante da pandemia. Com uma queima de caixa média de aproximadamente R\$ 3 milhões por dia, a principal tomada de decisão no momento tem sido preservar a liquidez através de redução de custos e captações de capital.

Por um lado, medidas como redução de custos administrativos e de folhas de pagamento, diminuição de jornadas de trabalho e suspensão de contratos empregatícios foram tomadas desde o início da crise de 2020.

Por outro lado, as empresas têm se preocupado com possíveis alternativas de levantamento de capital, justamente para compensar a queima significativa de caixa diário. Principalmente no início da pandemia, discussões de um possível financiamento por parte do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) foram levantadas, com uma possível emissão de debêntures conversíveis em ações financiadas pela instituição.

Com o passar dos meses e uma readaptação das empresas diante de um novo cenário, o tom da conversa com o órgão governamental tem mudado e as companhias têm buscado novas formas de financiamento. A seguir estão as principais emissões, decididas recentemente, pelas companhias Azul e LATAM.

3.3.4.1 Azul

Comunicado no dia 26 de outubro de 2020, a Azul anunciou ao mercado a emissão de debêntures conversíveis em ações preferenciais, segundo as seguintes características:

- Valor total da emissão: R\$1.745.900.000,00;
- Data da emissão: 26 de outubro de 2020;
- Prazo e data da vencimento: 5 (cinco) anos contados da Data de Emissão, vencendo, portanto, em 26 de outubro de 2025;
- Preço de conversão: R\$32,2649 por ação preferencial, resultando em um prêmio de conversão inicial de 27,50%, calculado sobre o VWAP (*Volume-Weighted average price*) de 30 pregões da ação de referência de R\$25,3058.

3.3.4.2 LATAM

A LATAM airlines entrou recentemente em processo de recuperação judicial nos Estados Unidos da América, processo também conhecido como *Chapter 11*. De forma geral, a entrada do processo em *Chapter 11* nada mais é do que a possibilidade, via corte americana, de a empresa apresentar um plano de reestruturação de curto prazo, de modo a garantir credores e possíveis soluções para o problema financeiro atual.

Após algumas nuances e discussões na corte americana, foi aprovado no dia 18 de setembro a proposta de financiamento DIP (*Debt in possession*), proposta essa que possibilitará o grupo um acesso de US\$2,45 bilhões para responder ao impacto do COVID-19. Os principais termos do financiamento são:

- A *Tranche A*, que compreende até US\$ 1,3 bilhão em financiamento, liderada pela Oaktree Capital Management LP, fornecendo US\$ 1,125 bilhão, enquanto a Knighthead, Jefferies e/ou outras entidades que fazem parte de um consórcio de credores organizado por Jefferies financiarão US\$ 175 milhões.
- A *Tranche C* totalizará US\$ 1,15 bilhão, incluindo US\$ 750 milhões fornecidos pela Qatar Airways, o Grupo Cueto e o Grupo Eblen; e US\$ 250 milhões de Knighthead, Jefferies e/ou outras entidades que fazem parte de um sindicato de credores organizado por Jefferies. Além disso, US\$ 150 milhões em financiamento serão fornecidos por acionistas minoritários e detentores de títulos por meio de um fundo de investimento administrado pela Toesca S.A. Administradora General de Fondos, o Fundo Toesca Deuda Privada DIP Latam.

No dia 8 de outubro de 2020, a LATAM fez o primeiro saque de US\$1,15 bilhão do financiamento, correspondendo à 50% do total de recursos. O saque corresponde à US\$ 650 milhões da *Tranche A* e US\$ 500 milhões da *Tranche C*.

4 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como papel principal promover um panorama geral de como uma empresa do setor de transporte aéreo é analisada qualitativamente (e brevemente de forma quantitativa) pelo mercado de capitais.

De forma simplificada, foram expostos conceitos de contabilidade, finanças corporativas e *valuation*, amplamente utilizados no mercado financeiro e corporativo e de extrema importância para que haja uma compreensão minimamente necessária sobre o setor.

Posteriormente, foi evidenciado o efeito primário (ainda em estudo e em constante análise) do COVID-19 diante da indústria aérea mundial, com foco nos mercados globais, asiáticos e nacional. Foi possível, desta forma, verificar não apenas o impacto do novo coronavírus no setor de aviação, mas também o recente efeito causado no Brasil e em alguns de seus principais indicadores macroeconômicos.

Por fim, foi possível expor uma análise simplificada de liquidez das principais linhas aéreas do Brasil, evidenciando o difícil e incerto cenário no qual as empresas têm enfrentado.

É através de uma análise qualitativa e quantitativa como a realizada neste trabalho que se inicia o longo e profundo estudo de uma determinada empresa ou de um setor específico da econômica.


REFERÊNCIAS

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, University Edition**. 3. ed. [S.l.]: Wiley, 2012. (Wiley Finance Series). ISBN 1118130731,9781118130735.

MÁLAGA, F. K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial**. 3. ed. [S.l.]: Saint Paul Editora Ltda., 2017. ISBN 9788580041323.

Apêndices

APÊNDICE A – EXEMPLOS DE DEMOSTRATIVOS REPORTADOS POR COMPANHIAS AÉREAS NO SEGUNDO TRIMESTRE DE 2020.



Segundo trimestre
Resultados
2020

Resultados Financeiros Consolidados

As demonstrações de resultados e os dados operacionais apresentados nas tabelas a seguir devem ser lidos em conjunto com os comentários dos resultados trimestrais apresentados posteriormente. Os trimestres anteriores foram ajustados para refletir a adoção das novas normas contábeis do IFRS 16.

Demonstrações de resultados (R\$ milhões)	2T20 ¹	2T19	% Δ	1S20	1S19	% Δ
RECEITA LÍQUIDA						
Transporte de passageiros	282,5	2.487,6	-88,6%	2.936,0	4.922,1	-40,4%
Cargas e outras receitas	119,1	130,1	-8,5%	268,3	237,6	12,9%
Total receita líquida	401,6	2.617,7	-84,7%	3.204,3	5.159,7	-37,9%
CUSTOS E DESPESAS OPERACIONAIS						
Combustível de aviação	67,3	747,6	-91,0%	831,6	1.442,8	-42,4%
Salários e benefícios	220,0	425,1	-48,3%	698,1	882,7	-20,9%
Depreciação e amortização	495,9	383,1	29,4%	976,6	760,1	28,5%
Tarifas aeroportuárias	43,8	169,3	-74,1%	245,7	337,4	-27,2%
Prestação de serviços de tráfego	27,4	110,1	-75,1%	162,6	218,8	-25,7%
Comerciais e publicidade	56,4	108,9	-48,2%	165,8	200,4	-17,2%
Materiais de manutenção e reparo	93,2	74,7	24,7%	219,1	129,0	69,9%
Outras despesas operacionais, líquidas	217,9	248,8	-12,4%	551,5	491,3	12,3%
Total custos e despesas operacionais	1.221,8	2.267,6	-46,1%	3.850,9	4.462,5	-13,7%
Resultado operacional	(820,2)	350,1	n.a.	(646,7)	697,2	n.a.
Margem Operacional/	-204,2%	13,4%	n.a.	-20,2%	13,5%	n.a.
EBITDA	(324,3)	733,2	n.a.	329,9	1.457,4	-77,4%
Margem EBITDA	-80,8%	28,0%	n.a.	10,3%	28,2%	-17,9 p.p.
RESULTADO FINANCEIRO						
Receitas financeiras	20,8	20,6	0,7%	33,6	38,9	-13,5%
Despesas financeiras	(603,0)	(313,1)	92,6%	(1.041,5)	(597,2)	74,4%
Instrumentos financeiros derivativos	(265,2)	42,3	n.a.	(1.546,8)	168,4	n.a.
Variações monetárias e cambiais, líquida	(1.039,8)	203,7	n.a.	(5.273,6)	113,5	n.a.
Resultado de transações com partes relacionadas, líquido	(238,9)	1,9	n.a.	(857,5)	(51,0)	1582,2%
Lucro antes do IR e contribuição social	(2.946,4)	305,5	n.a.	(9.332,3)	369,8	n.a.
Imposto de renda e contribuição social corrente	5,6	(1,3)	n.a.	(7,4)	(1,7)	349,1%
Imposto de renda e contribuição social diferido	4,0	47,4	-91,6%	267,1	108,8	145,5%
Lucro líquido do período	(2.936,8)	351,6	n.a.	(9.072,6)	476,9	n.a.
Margem líquida	-731,3%	13,4%	n.a.	-283,1%	9,2%	n.a.
Lucro líquido ajustado²	(1.488,0)	110,1	n.a.	(2.463,3)	223,5	n.a.
Margem líquida ajustada ²	-370,5%	4,2%	n.a.	-76,9%	4,3%	n.a.
Diluição das ações	347,4	344,5	0,8%	347,4	344,5	0,8%
Lucro diluído por ação PN	(8,45)	1,02	n.a.	(26,12)	1,38	n.a.
Lucro diluído por ADS ³	(4,71)	0,78	n.a.	(15,92)	1,08	n.a.
Lucro ajustado por ação PN	(4,28)	0,32	n.a.	(7,09)	0,65	n.a.
Lucro ajustado por ADS ³	(2,38)	0,24	n.a.	(4,32)	0,51	n.a.

Figura 15 – Demonstração de Resultados da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.

Fonte: Site de relação com investidores da Azul S.A



Segundo trimestre
Resultados
2020

Balanco Patrimonial (Não-Auditado)

(R\$ milhões)	30/06/20	31/03/20	30/06/19
Ativo	15.164,1	18.816,9	17.972,7
Circulante	3.489,2	3.572,5	3.882,9
Caixa e equivalentes de caixa	1.566,4	529,2	1.213,0
Aplicações financeiras	64,7	738,1	261,8
Contas a receber	622,6	909,0	1.405,4
Subarrendamento de aeronaves a receber	148,6	107,0	43,3
Estoques	399,3	380,2	229,7
Depósitos em garantia e reservas de manutenção	310,7	368,6	-
Ativos disponíveis para venda	43,6	51,9	-
Tributos a recuperar	43,2	55,6	389,8
Instrumentos financeiros derivativos	74,3	100,1	99,4
Despesas antecipadas	96,4	192,4	117,1
Outros ativos	119,4	140,5	152,5
Ativo não circulante	11.674,9	15.244,4	14.089,8
Aplicações financeiras de longo prazo	754,3	937,2	1.332,2
Subarrendamento de aeronaves a receber	222,6	238,0	259,7
Depósitos em garantia e reservas de manutenção	1.962,4	1.836,6	1.477,8
Instrumentos financeiros derivativos	298,9	643,6	596,9
Despesas antecipadas	20,0	21,6	6,8
Impostos a recuperar	327,7	327,7	-
Imposto de renda diferido	24,6	20,6	-
Outros ativos	299,9	534,6	499,4
Direito de uso - arrendamentos	4.311,4	7.200,9	5.897,7
Direito de uso - manutenção de aeronaves	398,2	474,4	780,7
Imobilizado	1.910,6	1.920,1	2.201,5
Intangível	1.144,3	1.088,9	1.046,2
Passivo e patrimônio líquido	15.164,1	18.816,9	17.972,7
Passivo circulante	9.767,5	9.753,9	5.789,2
Empréstimos e financiamentos	1.177,5	1.874,8	227,3
Passivo de arrendamento	2.196,9	2.406,9	1.279,5
Fornecedores	2.599,0	2.109,4	1.435,6
Transportes a executar	1.824,7	1.693,1	2.113,1
Salários, provisões e encargos sociais	379,6	383,4	332,8
Prêmios de seguros a pagar	32,0	38,1	9,7
Tributos a recolher	30,9	44,4	29,5
Programa de recuperação fiscal	15,2	13,5	9,7
Instrumentos financeiros derivativos	246,1	310,4	74,5
Provisões	1.026,9	717,9	37,5
Outros passivos circulantes	238,7	162,0	239,9
Não circulante	18.044,9	18.709,8	12.796,7
Empréstimos e financiamentos	3.860,8	2.926,6	2.868,2
Passivo de arrendamento	11.997,5	13.448,3	8.254,1
Instrumentos financeiros derivativos	267,6	325,4	231,3
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-	-	254,3
Programa de recuperação fiscal	115,1	117,2	90,8
Provisões	1.575,7	1.856,4	793,3
Outros passivos não circulantes	228,2	237,9	304,7
Patrimônio líquido	(12.648,2)	(9.646,7)	(613,1)
Capital social	2.245,1	2.245,1	2.236,6
Reserva de capital	1.937,7	1.933,0	1.927,6
Ações em tesouraria	(15,6)	(15,6)	(13,7)
Outros resultados abrangentes	(8,0)	(142,2)	(110,8)
Prejuízo acumulado	(16.807,4)	(13.667,0)	(4.652,8)

Figura 16 – Balanço Patrimonial da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.

Fonte: Site de relação com investidores da Azul S.A



Segundo trimestre
Resultados
2020

Fluxo de Caixa (Não-Auditado)

(R\$ milhões)	2T20	2T19	% A	1S20	1S19	% A
Rufluxo de caixa das atividades operacionais						
Lucro (prejuízo) líquido do período	(3.140,4)	343,2	n.a.	(9.291,0)	460,5	n.a.
Total ajuste não caixa						
Depreciação e amortização e impairment	495,9	391,6	26,7%	976,6	776,5	25,8%
Resultado não realizado com instrumentos financeiros derivativos	409,0	329,4	n.a.	1.657,9	182,4	n.a.
Perda sobre ativos e passivos denominados em moeda estrangeira	1.009,1	(283,9)	n.a.	5.234,5	(177,4)	n.a.
Receitas e despesas de juros sobre ativos e passivos	461,5	185,9	148,3%	835,4	425,4	96,4%
Partes relacionadas	232,1	-	n.a.	831,3	-	n.a.
Provisões	145,9	25,0	483,3%	189,5	43,2	338,9%
Resultado da modificação de contratos de arrendamento	(150,1)	-	n.a.	(150,1)	-	n.a.
Outros ajustes não caixa	(55,9)	(31,9)	75,4%	(273,6)	(14,5)	1787,0%
Variação de ativos e passivos operacionais						
Contas a receber	289,9	(53,3)	n.a.	544,0	(337,7)	n.a.
Subarrendamento de aeronaves a receber	(26,3)	34,3	n.a.	(91,7)	58,8	n.a.
Depósitos em garantia e reservas de manutenção	43,1	38,6	11,5%	(41,5)	53,6	n.a.
Despesas antecipadas	97,6	31,2	212,5%	45,2	10,2	343,1%
Outros ativos	267,0	(121,8)	n.a.	223,4	(195,4)	n.a.
Obrigações com operações de derivativos	0,1	(301,4)	n.a.	(322,1)	(256,6)	n.a.
Fornecedores	482,9	9,0	5249,7%	965,4	(14,8)	n.a.
Salários, provisões e encargos sociais	(6,5)	23,0	n.a.	19,3	88,8	-78,2%
Transportes a executar	131,6	425,3	-69,1%	(269,5)	440,6	n.a.
Provisão para riscos tributários, civis e trabalhistas	(12,6)	(21,1)	-40,4%	(48,5)	(33,4)	45,4%
Outros passivos	(60,4)	15,8	n.a.	(94,5)	11,2	n.a.
Juros pagos	(104,9)	(288,4)	-63,6%	(388,2)	(483,3)	-19,7%
Pagamento de imposto de renda e contribuição social	-	(0,2)	n.a.	(0,3)	(0,7)	-55,7%
Caixa líquido gerado pelas (aplicado nas) atividades operacionais	508,4	750,4	-32,2%	551,4	1.037,7	-46,9%
Rufluxo de caixa das atividades de investimento						
Aplicações financeiras circulante	677,6	136,5	396,3%	(1,6)	259,5	n.a.
Aplicações financeiras não circulante	-	-	n.a.	-	(96,2)	n.a.
Aplicações financeiras vinculadas	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Caixa recebido na venda de ativo imobilizado	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Aquisição de investimento – Azul Conecta	(4,7)	-	n.a.	(4,7)	-	n.a.
Empréstimo concedido a terceiros	-	(51,0)	n.a.	-	(51,0)	n.a.
Aquisição de intangível	(16,9)	(33,0)	-48,9%	(43,1)	(56,8)	-24,1%
Aquisição de bens do ativo imobilizado	(42,0)	(223,9)	-81,2%	(264,6)	(682,1)	-61,2%
Caixa líquido gerado pelas (aplicado nas) atividades de investimentos	614,0	(171,4)	n.a.	(314,0)	(626,6)	-49,9%
Rufluxo de caixa das atividades de financiamento						
Empréstimos						
Captações	46,8	-	n.a.	46,8	292,0	-84,0%
Pagamentos	(15,4)	(20,6)	-25,1%	(40,5)	(54,1)	-25,1%
Debêntures						
Captações	-	-	n.a.	-	-	n.a.
Pagamentos	-	-	n.a.	-	(40,1)	n.a.
Pagamento de arrendamento	(85,3)	(281,9)	-69,7%	(233,6)	(504,4)	-60,7%
Aumento de capital	-	24,5	n.a.	1,9	28,6	-93,5%
Ações em tesouraria	-	(3,2)	n.a.	-	(3,2)	n.a.
Operações de sale-leaseback	-	-	n.a.	5,8	-	n.a.
Caixa líquido gerado (aplicado nas) pelas atividades de financiamento	(53,9)	(281,2)	-80,8%	(219,7)	(371,3)	-40,8%
Ganho ou (perda) de câmbio em caixa e equivalentes de caixa	(31,4)	6,8	n.a.	(99,2)	4,1	n.a.
Aumento (redução), líquido de caixa e equivalentes de caixa	1.037,1	304,6	240,5%	(81,5)	43,9	n.a.
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	529,2	908,4	-41,7%	1.647,9	1.169,1	40,9%
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	1.566,4	1.213,0	29,1%	1.566,4	1.213,0	29,1%

Figura 17 – Demonstração de Fluxo de Caixa da Azul S.A. referente ao segundo trimestre de 2020.

Fonte: Site de relação com investidores da Azul S.A