Margem operacional e Ebitdar com forte crescimento

Transportes – Aviação

12 de novembro de 2014

Mário Bernardes Junior, CNPI
mariobj@bb.com.br

O bom resultado operacional registrado pela GOL no 3T14 é consequência da capacidade da companhia em executar com eficácia seu processo de reestruturação, que foi iniciado ainda no segundo trimestre do ano passado. Entretanto, chamamos a atenção para o fato de que o *yield* sofreu ligeira variação negativa no período, interrompendo a série de altas consecutivas, o que acende um alerta para os próximos trimestres.

Os principais pontos que determinaram nossa avaliação positiva do desempenho no trimestre foram: (a) crescimento de 7,9 p.p. no *load factor* (taxa de ocupação), chegando a 77,5% no 3T14, que foi favorecido pela forte demanda que teve elevação de 9,5% A/A, enquanto que a oferta teve queda 2,0% A/A; (b) aumento de 9,4% A/A no PRASK, beneficiado pela expansão da taxa de ocupação, que compensou a queda de 2,0% A/A no *yield* líquido; e (c) crescimento de 4,5 p.p. na margem EBIT, que ficou em de 6,2% no trimestre.

Destacamos a melhora na saúde financeira da companhia, considerando a diminuição no grau de alavancagem, que saiu de 10,9x a Dívida Líquida/Ebitdar no 3T13 para 6,3x no 3T14, em virtude do expressivo aumento de 24% no Ebitdar, compensando a manutenção do caixa e o aumento de 18% na dívida líquida. Por outro lado, contrariando as boas novas, a alta do dólar volta a pesar no resultado financeiro líquido, e consequentemente comprimiu o lucro líquido, cuja margem caiu 1,1 p.p., refletindo a sensibilidade da empresa ao fator cambial.

Perspectivas de longo prazo. Nossas expectativas para a GOL são positivas no longo prazo, pois esperamos que o fator demanda para os mercados interno e externo continue em ritmo acelerado nos próximos meses. Acreditamos que a estratégia de manter o foco nos passageiros corporativos e de viagens internacionais continuará a favorecer, no mínimo, a manutenção do nível de *yield*, considerando a baixa sensibilidade desse público a alta do tíquete.

Embora as perspectivas para a GOL exijam relativa cautela, tendo em vista a natureza do seu mercado de atuação e exposição à variação cambial, esperamos que a companhia siga sua trajetória de crescimento de margens operacionais e tenha condições de chegar cada vez mais próximo do teto de seu *guidance*.

Enfatizamos a questão relacionada à proposta de texto substitutivo da Medida Provisória 652/2014, ainda em tramitação no Congresso, que libera o capital estrangeiro nas companhias aéreas que operam no Brasil, tirando a atual limitação de que ao menos 4/5 do capital votante nas empresas aéreas seja nacional. Tal medida seria favorável, pelo ponto de vista da abertura de espaço para capitalização das aéreas brasileiras por empresas estrangeiras.

Apesar do risco cambial, os resultados da GOL tendem a ficar dentro do *guidance* de margem Ebit, entre 3% a 6% para 2014. Nossas estimativas são de que a empresa encerre o ano com margem de 4,8%, o que atualmente se mostra o caminho mais provável. Neste sentido, reiteramos nosso *target-price* de R$ 15,50 e a nossa recomendação *Outperform*.

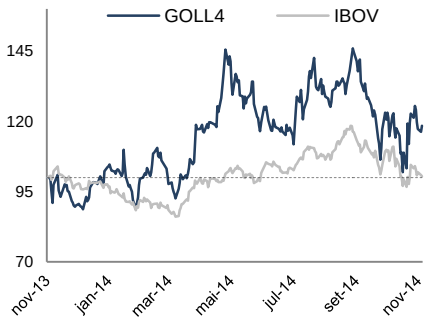
R$ milhões	3T14	T/T	A/A	9M14	A/A
Receita Líquida	2.461,7	3,4%	10,4%	7.336,4	17,8%
EBIT	151,9	301,4%	310,2%	334,3	224,2%
Margem EBIT (%)	6,2%	4,5 p.p.	4,5 p.p.	4,6%	2,9 p.p.
EBITDA	261,6	61,3%	37,5%	703,4	45,5%
Margem EBITDA	10,6%	3,8 p.p.	2,1 p.p.	9,6%	1,8 p.p.
EBITDAR	462,8	23,4%	41,3%	1.330,6	36,6%
Margem EBITDAR	18,8%	3,0 p.p.	4,1 p.p.	18,1%	15,9%
Lucro Líquido	-245,1	69,0%	24,4%	-486,3	-31,1%
Margem Líquida (%)	-10,0%	-3,9 p.p.	-1,1 p.p.	-6,6%	11,3 p.p.

Fonte: GOL e BB Investimentos

GOLL4	*Outperform*
Preço-Alvo para 12/2015 (R$)	15,50
Preço mercado em 11/11/2014 (R$)	12,36
Upside	25%
Market Cap (R$ milhões)	3.474
Variação 1 mês	3,3%
Variação 12 meses	18,6%
Variação 2014	18,0%
Mín. 52 sem.	9,07
Máx. 52 sem.	15,67

Valuation	
Valor da Firma 2015E (mm)	6.491,3
Dívida Líquida 2015E (mm)	(2.146,2)
Valor para Acionistas 2015E (mm)	4.345,1
Quantidade de ações (mm)	281,0
WACC	12,2%
Crescimento na perpetuidade	3,5%

Múltiplos	2013	2014E	2015E
EV/EBITDAR	4,3	3,7	3,3



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

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

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

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório ("Analistas de investimento"), declara(m) que:

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

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Mário Bernardes Junior			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

RATING

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

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros
Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo
Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário
Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps
Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Oferta

Agribusiness
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br
Márcio de Carvalho Montes
mcmontes@bb.com.br

Infraestrutura e Concessões
Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Materiais Básicos
Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Petróleo e Gás
Mariana Peringer
marianaperinger@bb.com.br
Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities
Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado
Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz
Bruno Finotello
Denise Rédua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Henrique Reis
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel
Ana Lucia Caruso da Silva
Márcio Carvalho José

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director
Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801
Deputy Managing Director
Selma da Silva +44 (207) 3675802
Director of Sales Trading
Boris Skulczuk +44 (207) 3675831
Head of Sales
Nick Demopoulos +44 (207) 3675832
Institutional Sales
Annabela Garcia +44 (207) 3675853
Melton Plumber +44 (207) 3675843
Renata Kreuzig +44 (207) 3675833
Trading
Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842
Head of Research
Paul Hollingworth +44 (207) 3675851
Structured Products
Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710
Institutional Sales - Equity
Charles Langalis +1 (646) 845-3714
Institutional Sales - Fixed Income
Cassandra Voss +1 (646) 845-3713
DCM
Richard Dubbs +1 (646) 845-3719
Syndicate
Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717
Sales
Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715
Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director
Rodrigo Afonso +65 6420-6577
Director, Head of Sales
José Carlos Reis +65 6420-6570
Institutional Sales
Paco Zayco +65 6420-6571
Amelia Khoo +65 6420-6582

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI
Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ - Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355