Revisão para cima do *guidance* de margem operacional.

Transportes – Aviação

01 de dezembro de 2014

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

A GOL divulgou revisão do seu *guidance* de margem Ebit para 2014, elevando o limite inferior, que anteriormente era de 3%, para 4%. Neste sentido, a nova estimativa da companhia para o ano fica de margem operacional entre 4% e 6%. Além disso, a empresa informou que, para 2015, projeta a manutenção da oferta de assentos (ASK).

Alteração corrobora nossas estimativas anteriores

Nosso relatório de revisão de preço, divulgado em 27/05, já considerava uma margem Ebit em 2014 de 4,8%, pois já esperávamos que ao longo do ano o cenário fosse favorável para a aviação comercial, além da continuidade do programa de eficiência da companhia, a redução da oferta doméstica e a manutenção dos *yields*. Vale enfatizar, que mantivemos esta estimativa após os resultados do 3T14.

Com a elevação realizada pela GOL nesta data, a nova range entre 4% e 6% para a margem equivaleria a uma média de 5%, ou seja, ficando dentro das nossas projeções feitas ainda no segundo trimestre deste ano, e, portanto, sendo corroboradas nesta data pelo fato relevante.

Revisão de preço com melhora de estimativas

Atualizamos nosso modelo de avaliação e nossas projeções de margem operacional para os próximos dois anos, pois consideramos os seguintes fatores, que podem impactar a companhia entre o médio e longo prazo:

(a) Embora possa haver alguma flutuação no nível do patamar de câmbio, a tendência de queda na precificação internacional do barril de petróleo pode ser benéfica, devido a uma possível desaceleração no ritmo de preços do combustível de aviação;

(b) Entendemos que, a GOL é a companhia que está conseguindo melhor capturar o bom crescimento de demanda no setor aéreo, principalmente no mercado doméstico;

(c) O nível de *yield* permanece em ritmo crescente, mesmo com o frequente acirramento de concorrência no mercado doméstico, em razão da aviação regional, demonstrando capacidade de atração e retenção, sem a necessidade de brigar via preço;

(d) A estratégia de focar no passageiro corporativo e internacional, naturalmente tende a dar bons resultados, uma vez que se trata de um público com menor elasticidade a variação de preços, além de oferecerem melhor nível de *yield*;

(e) A proposta de texto substitutivo, 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, poderia ser favorável, pelo ponto de vista da abertura de espaço para capitalização das aéreas brasileiras por empresas estrangeiras.

Neste sentido, elevamos o *target-price* para de dezembro de 2015 de R$ 15,50 para R$ 18,00 e reiteramos a recomendação *Outperform*.

Quais os riscos?

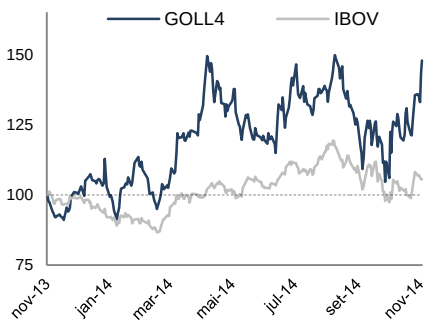
A recente elevação do patamar cambial é a nossa frequente preocupação, pois impacta diretamente o custo do combustível (QAV) e seu nível de despesas financeiras, devido ao arrendamento das aeronaves. Vale ressaltar, que outro fator de risco é a necessidade de, no mínimo, manutenção no nível de atividade econômica, tendo em vista que uma possível desaceleração poderia resultar no arrefecimento de demanda dos segmentos corporativo e internacional, o que poderia comprometer o plano estratégico da empresa.

GOLL4	***Outperform***
Preço-Alvo para 12/2015 (R$)	18,00
Preço-Mercado em 28/11/2014 (R$)	15,03
Upside	20%
Market Cap (R$ milhões)	4.224
Variação 1 mês	16,4%
Variação 12 meses	49,0%
Variação 2014	51,3%
Mín. 52 sem.	9,17
Máx. 52 sem.	15,80

Valuation	
Valor da Firma 2015E(mm)	7.239,4
Dívida Líquida 2015E(mm)	(2.174,3)
Valor para Acionistas 2015E(mm)	5.065,1
Quantidade de ações (mm)	281,0
WACC	13,0%
Crescimento na perpetuidade	3,5%

Múltiplos

	2013	2014E	2015E
EV/EBITDAR	4,7	3,5	3,1



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos

Principais Estimativas Operacionais

Destaques Operacionais	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
RPK (mil)	34.684	36.938	37.610	39.241
ASK (mil)	49.633	47.971	48.218	48.446
Load Factor	69,9%	77,0%	78,0%	81,0%
Tarifa média	223,71	250,1	263,6	277,1
Yield (R$ cent.)	23,42	26,60	27,59	29,01
RASK (R$ cent.)	18,04	20,48	21,52	23,39
CASK (R$ cent.)	17,51	18,70	19,22	20,47
CASK (ex-fuel) (R$ cent.)	10,23	10,93	11,40	11,78

Fonte: GOL e Estimativas BB Investimentos

Custos Detalhados	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
Pessoal	1.333.462	1.124.136	1.265.912	1.357.721
Combustível e Lubrificante	3.610.822	3.723.431	3.774.464	4.208.173
Arrendamento de Aeronaves	699.193	659.915	712.056	880.918
Comerciais e publicidade	516.059	678.019	726.453	543.803
Tarifas de Pouso e Decolagem	566.541	591.213	624.988	513.191
Prestação de Serviços	599.479	700.101	739.396	807.176
Material de Manutenção e Reparo	460.805	527.911	584.252	731.616
Depreciação e Amortização	560.966	526.338	530.043	534.089
Outros custos e despesas operacionais	342.896	437.273	311.337	339.877

Fonte: GOL e Estimativas BB Investimentos

Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

FCFF	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)	2017 (E)
EBIT	265.989	858.031	1.109.002	1.412.670	824.407
(-) IR & CS sobre o EBIT	(29.058)	(93.737)	(121.155)	(339.041)	(197.858)
NOPLAT	236.931	764.294	987.847	1.073.629	626.549
(+) D&A	560.966	526.338	530.043	534.089	538.017
(-) Capex	(537.373)	(589.582)	(622.674)	(679.754)	(694.810)
(-) Variação do Capital de Giro	705.258	166.575	166.138	234.197	212.244
FCFF	965.782	867.625	1.061.354	1.162.161	682.000

Fonte: GOL e Estimativas BB Investimentos

Demonstrativo do Fluxo de Caixa

Fluxos de Caixa	2013	2014 (E)	2015 (E)	2015 (E)
Fluxo de Caixa das Operações				
Total	352.208	493.009	763.375	1.055.831
Fluxo de Caixa de Investimentos				
Total	(589.582)	(622.674)	(679.754)	(751.902)
Fluxo de Caixa das Atividades Financeiras				
Total	1.281.148	538.809	(28.386)	(83.276)
Variação do Caixa	1.443.349	473.795	132.318	327.303

Fonte: GOL e Estimativas BB Investimentos

Principais Estimativas dos Indicadores

Índices Econômicos (R$ mil)	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
EBIT	265.989	475.434	720.983	927.888
EBITDA	826.955	1.001.771	1.251.027	1.461.977
EBITDAR	1.526.148	1.661.686	1.963.083	2.342.895
Dívida Líquida	2.543.665	2.525.252	2.671.918	2.651.148
Margem EBIT (%)	3,0%	4,8%	6,9%	8,2%
Margem EBITDA (%)	9,2%	10,2%	12,1%	12,9%
Margem EBITDA (%)	17,0%	16,9%	18,9%	20,7%
Margem Líquida (%)	-8,1%	-5,0%	-2,2%	-0,3%

DRE PROJETADO	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
Receita Operacional Líquida	8.956.212	9.826.368	10.377.905	11.329.235
(-) Custos e Despesas Operacionais	(8.690.223)	(9.350.934)	(9.656.921)	(10.401.347)
EBIT	265.989	475.434	720.983	927.888
(+) Resultado Financeiro	(919.216)	(1.032.309)	(981.534)	(974.375)
EBT	(653.227)	(556.875)	(260.550)	(46.487)
(-) IR + CS	(71.363)	(60.837)	(28.464)	(11.157)
Resultado Líquido	(724.590)	(496.038)	(232.086)	(35.330)

BALANÇO PATRIMONIAL SINTÉTICO	2013	2014 (E)	2015 (E)	2016 (E)
ATIVO	10.638.448	11.163.705	11.264.068	11.629.083
Circulante	3.565.709	3.845.897	3.758.391	3.884.126
Caixa e Equivalentes	2.879.681	3.095.692	2.969.028	3.024.301
Contas a Receber	324.821	356.380	376.382	410.885
Estoques	117.144	126.050	130.175	140.210
Impostos a Recuperar	52.124	57.188	60.398	65.935
Outros	191.939	210.587	222.407	242.795
Realizável a longo prazo	1.606.390	1.698.168	1.793.406	1.887.021
Outros LP	1.606.390	1.698.168	1.793.406	1.887.021
Permanente	5.466.349	5.619.640	5.712.271	5.857.936
Imobilizado	3.772.159	3.925.450	4.018.081	4.163.746
Intangível	1.694.190	1.694.190	1.694.190	1.694.190
PASSIVO	10.638.448	11.163.705	11.264.068	11.629.083
Circulante	3.446.791	3.794.527	4.100.064	4.509.021
Financiamentos e Empréstimos	440.834	540.834	640.835	740.837
Fornecedores	502.919	541.156	558.864	601.945
Impostos e Contribuições	94.430	73.088	109.420	119.450
Salários e Férias a Pagar	233.584	253.108	270.663	295.474
Adiantamento de Clientes	199.471	218.851	231.135	252.323
Outros	1.975.553	2.167.491	2.289.149	2.498.992
Exigível a longo prazo	5.973.157	5.951.828	5.920.718	5.903.274
Financiamentos e Empréstimos	5.148.551	5.080.110	5.000.111	4.934.612
Outros LP	824.606	871.719	920.607	968.662
Patrimônio líquido	1.218.500	1.417.350	1.243.285	1.216.788

Fonte: GOL e Estimativas 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