

GOL Linhas Aéreas

Resultado 2T10

10/08/2010

Buy

Ticker	GOLL4
Preço Mercado em 09/08/2010	R\$ 23,76
Preço Potencial para 31/12/2010	R\$ 33,00
Potencial de Valorização	38,8%
Sector	Transporte Aéreo
Free Float	36,2%
Payout	25%
Min (52 sem)	R\$ 7,39
Máx (52 sem)	R\$ 27,91
Volume R\$ (21 d)	36.464k

Fonte: Economática e BB Banco de Investimento

Múltiplos	2010	2011	2012
EV / EBITDA	6,0 x	5,5 x	4,7 x
P / L	8,0 x	6,6 x	5,6 x

Custos pressionam o 2T10

A GOL Linhas Aéreas apresentou uma piora no resultado, com perdas de margens operacionais e aumento das despesas financeiras. O desempenho foi influenciado por aumentos nos custos e despesas, principalmente nas linhas de pessoal, prestação de serviços e depreciação, enquanto que o resultado financeiro foi negativamente impactado pela valorização do dólar na comparação anual e pelo aumento com despesas de juros.

O cenário é positivo, com indicadores de renda e confiança impulsionando o setor. A demanda, medida pelo RPK (passageiro por quilômetro voado), continua crescendo na comparação anual, tanto para vôos nacionais quanto internacionais. A GOL teve seu *market share* reduzido, devido principalmente à forte concorrência do setor, porém a empresa favoreceu o gerenciamento do *yield* nesse trimestre mais fraco, que atingiu R\$ 20,87 centavos, representando um aumento de 6,9% sobre o 1T10.

R\$ Bilhões	2T10	2T09	1T10	YoY	QoQ
Mercado Doméstico (RPK) GOL	6,0	5,1	7,0	17%	-14%
Mercado Doméstico (RPK) Total	15,0	12,5	17,0	20%	-12%
Market Share Doméstico GOL	40,0%	41,0%	41,2%	-1,0 p.p.	-1,2 p.p.
Mercado Internacional (RPK) GOL	0,7	0,7	1,4	14%	-47%
Mercado Internacional (RPK) Total	5,6	4,9	7,6	14%	-26%
Market Share Internacional GOL	13,3%	13,3%	18,4%	0,0 p.p.	-5,1 p.p.

Fonte: ANAC

Positivo: Incremento da demanda por vôos YoY, recuperação de *yields* e aumento das receitas auxiliares em 22,1% YoY e 11,3% QoQ.

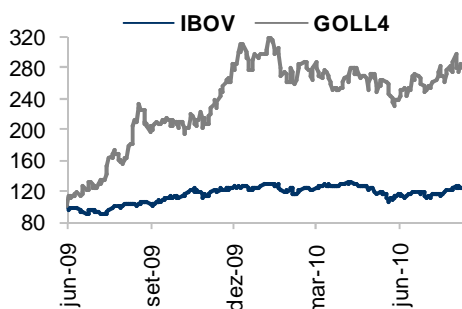
Negativo: Aumento dos custos e despesas operacionais e das despesas financeiras, gerando queda nas margens e prejuízo líquido.

Desempenho:

A receita líquida atingiu R\$ 1.590,9 milhões no 2T10, 14,1% maior que o 2T09 e 8% menor que o 1T10. A receita de passageiros cresceu 13,2% e a receita auxiliar teve um incremento de 22,1%, YoY. O aumento da receita de passageiros foi devido à demanda doméstica recorde para o segundo trimestre, sazonalmente mais fraco. Esse aumento de RPK traduz a mudança de perfil do passageiro no Brasil, que cada vez mais busca o transporte aéreo para suas viagens de maior distância e pela estratégia da companhia de aumentar a frequência de vôos entre as capitais de maior fluxo de passageiros.

Já as receitas auxiliares, que correspondem ao transporte de cargas, remarcações de vôos, excesso de bagagem, vendas a bordo e receitas com o Smiles, dentre outras, aumentaram devido ao incremento nas receitas de cargas, superiores em 57,8% QoQ, com alta correlação ao segmento de negócios, e pelo aumento das tarifas de *no show*, cancelamentos e alterações, relacionados à nova família tarifária implementada no início do ano.

Os custos e despesas operacionais subiram 17,6% YoY e foram menores em 0,3% QoQ. A alta na comparação anual foi ocasionada pelo aumento de 30,5% no preço do barril do petróleo, pressionando os custos com combustível e por maiores despesas atreladas à renovação da frota com a



Fonte: Broadcast

devolução de 5 aeronaves Boeing 737-300 e reativação de parte das 4 aeronaves B-767, para fretamento de longas distâncias e sub- arrendamento. Além disso, maiores despesas com pessoal, com aumento de 8,7% no número de funcionários e maior utilização das aeronaves em 15,8%, somadas às mudanças contábeis para depreciação e amortização, com mais aeronaves sendo classificadas como leasing financeiro, também contribuíram para o impacto nos custos e despesas. Com um aumento proporcional maior que a receita, as margens operacionais apresentaram piora nesse 2º trimestre de 2010.

Custos e Despesas (R\$ Milhões)	2T10	2T09	1T10	YoY	QoQ
Combustível e Lubrificantes	571,7	429,8	551,0	33%	4%
Pessoal	311,6	276,7	284,4	13%	10%
Arrendamento de Aeronaves	136,5	136,4	149,8	0%	-9%
Seguro de Aeronaves	11,3	13,0	13,3	-13%	-15%
Comercial e Publicidade	88,1	86,6	82,1	2%	7%
Tarifas de Pouso e Decolagem	77,2	79,8	78,1	-3%	-1%
Prestação de Serviços	101,4	91,3	99,1	11%	2%
Material de Manutenção	97,4	75,8	137,0	28%	-29%
Depreciação e Amortização	80,4	32,5	63,8	147%	26%
Outros	58,0	82,2	79,8	-29%	-27%
Total	1533,6	1304,1	1538,4	18%	0%
Total ex-combustível	961,9	874,3	987,4	10%	-3%

Fonte: Empresa

A depreciação foi o destaque de alta neste trimestre. O aumento se refere a maior quantidade de aeronaves classificadas como leasing financeiro. Além disso, a companhia promoveu uma mudança na depreciação do custo de manutenção de motores, que passou para 5 anos, enquanto que os demais itens se depreciavam em 25 anos. Com aumento maior devido aos fatores já comentados acima e pela maior depreciação, as margens operacionais da empresa foram prejudicadas nesse trimestre. Caso fossem excluídas as despesas com a renovação da frota, que foram pontuais a este período, a margem EBIT ficaria em 6%, próxima do valor alcançado no 2T09, enquanto a margem EBITDAR seria de 19,5%. Se desconsiderarmos a reclassificação dos leasings operacionais em financeiros, o EBIT do 2T10 ficaria em torno de 8,4% e o EBITDAR 22%.

R\$ Milhões	2T10	2T09	1T10	YoY	QoQ
Receita Operacional Líquida	1.591	1.394	1.730	14%	-8%
EBIT	57,3	89,9	191,4	-36%	-70%
Margem EBIT (%)	3,6%	6,4%	11,1%	-2,8 p.p.	-7,5 p.p.
EBITDA	137,6	122,4	255,2	12%	-46%
Margem EBITDA (%)	8,7%	8,8%	14,8%	-0,1 p.p.	-6,1 p.p.
EBITDAR	274,2	258,8	405,0	6%	-32%
Margem EBITDAR (%)	17,2%	18,6%	23,4%	-1,4 p.p.	-6,2 p.p.
Lucro Líquido	-51,9	353,7	23,9	-115%	-317%
Margem Líquida (%)	-3,3%	25,4%	1,4%	n.a.	n.a.

Fonte: Empresa

O resultado financeiro líquido totalizou uma despesa de R\$ 113,3 milhões, 15,4% menor que o primeiro trimestre, mas pior que a receita líquida de R\$ 369,9 milhões no 2T09. Na comparação anual, as despesas com juros apresentaram um forte aumento de 40,9%, devido à valorização do dólar na comparação dos períodos, que fez com que os juros dos empréstimos em moeda estrangeira ficassem mais caros. Além disso, o aumento da taxa SELIC também encareceu os juros domésticos. Mas foi a variação cambial a grande responsável pela diferença entre os resultados YoY. No 2T09, a depreciação do dólar foi responsável por uma receita de R\$ 448,4 milhões, enquanto que no trimestre atual, sua apreciação resultou numa despesa de 29,9 milhões.

Afetado pelos maiores custos e despesas financeiras, o resultado do segundo trimestre foi um prejuízo de R\$ 51,9 milhões. O total de disponibilidade em caixa nesse trimestre foi de R\$ 1.589,3 milhões, representando 24,7% da receita líquida dos últimos 12 meses e 2,7 vezes as obrigações dos próximos 12 meses, mantendo o compromisso da empresa de obter liquidez superior a 25% da receita líquida.

O total de compromissos financeiros totalizou R\$ 5.859,3 milhões, apresentando ligeira alta na comparação com o 1T10. Esse aumento é devido à obtenção de uma linha de capital de giro junto a um banco comercial,

em dólar, no valor atual de R\$ 101,5 milhões, para liquidar uma dívida de capital de giro com o Banco Pine, além do efeito da apreciação do dólar final de 1,2% entre 2T10 e o 1T10.

Dívida (R\$ Milhões)	2T10	2T09	1T10	YoY	QoQ
Financiamento de Aeronaves	1.767,0	1.850,3	1.803,0	-5%	-2%
Empréstimos e Financiamentos	1.480,9	1.325,0	1.408,4	12%	5%
Juros acumulados	22,5	21,8	24,7	3%	-9%
Dívida Bruta	3.270,4	3.197,1	3.236,1	2%	1%
Leasing Operacional a pagar*	2.588,9	2.973,7	2.585,4	-13%	0%
Total de Compromissos	5.859,3	6.170,8	5.821,5	-5%	1%

* fora do balanço

Fonte: Empresa

Perspectivas

Com o cenário econômico ainda conturbado devido aos problemas de desaquecimento na Europa e nos EUA, o mercado financeiro continua bastante volátil. O dólar arrefeceu no mês de julho, mas pode voltar a pressionar os custos e as despesas financeiras. Operacionalmente, o volume de passageiros e cargas deve continuar sua tendência crescente, já que a empresa abandona um período de baixa demanda e adentra a meses de alta temporada, como julho e agosto, motivados pelas férias e por viagens a negócios. As estratégias da empresa de popularização do serviço aéreo e de melhora no transporte de carga vêm sendo correspondidas pelo mercado, como observado no volume recorde para um segundo trimestre fraco e pelo forte aumento das receitas auxiliares. Para o próximo trimestre, o segmento de lazer e de negócios deve se fortalecer, e a manutenção dos *yields* mais caros deve contrabalançar os custos mais elevados.

A empresa deve se beneficiar com seu plano de substituição de frota, que causou aumento de custos nesse trimestre, pois as aeronaves mais novas consomem menos combustíveis e necessitam de menos reparos, o que pode desonerar em parte as despesas operacionais. Além do mais, caso os custos com a renovação das aeronaves fossem excluídos, o desempenho operacional da empresa teria sido em linha com o trimestre anterior.

Devemos monitorar o comportamento do câmbio e das despesas, que foram cruciais para a empresa neste trimestre, bem como os problemas pontuais de atrasos ocorridos no final de julho. Com demanda mais forte, frota renovada e dólar menos volátil, acreditamos num resultado operacional melhor para a empresa no próximo trimestre.

Administração

Diretor-Gerente

José Maurício Pereira Coelho acoes@bb.com.br

Equipe de Pesquisa

Gerente - Marianna Waltz - CNPI marianna@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios

Mariana Marcolin Peringer - CNPI marianaperinger@bb.com.br
Jane Lima - CNPI janelima@bb.com.br

Bancos

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

Bens de Capital, Logística e Transportes

Fernanda Marques - CNPI fernandamarques@bb.com.br
Victor Penna - CNPI victor.penna@bb.com.br

Construção Civil e Materiais de Construção

Henrique Koch - CNPI hkoch@bb.com.br

Consumo, Serviços e Small Caps

Marianna Waltz - CNPI marianna@bb.com.br
Mário Bernardes Junior - CNPI mariobj@bb.com.br
Leonardo Nitta - CNPI leonardo.nitta@bb.com.br

Petróleo, Gás e Petroquímico

Nelson Rodrigues de Matos - CNPI nelsonrodriguesmatos@bb.com.br

Saneamento e Sucroalcooleiro

Leticia Soares Campos - CNPI leticia-soares@bb.com.br

Siderurgia, Mineração, Papel e Celulose

Antonio Emilio B. Ruiz - CNPI antonioemilio@bb.com.br

Telecom

Leonardo Nitta - CNPI leonardo.nitta@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves - CPA20 hmoreira@bb.com.br
Ney Fukuy Katayama - CPA20 neykatayama@bb.com.br

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 de nosso julgamento e podem ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas 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. O(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório declara(m) que:

- As análises refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a(s) empresa(s) em questão e foram realizadas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A, instituição à qual o analista está vinculado;

- Não é remunerado por serviços prestados ou possui relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);

- Sua remuneração é fixa e não está, direta ou indiretamente, relacionada a recomendações específicas ou atrelada à precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos pela empresa(s) analisada(s), ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo BB-Banco de Investimento S.A;

- Não é titular, direta ou indiretamente, de valores mobiliários de emissão da(s) empresa(s) analisada(s) que representam 5% ou mais de seu patrimônio pessoal, (nem) está envolvido na aquisição, alienação e intermediação de tais valores no mercado;

- Não mantém vínculo com pessoa natural que atue na(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório;

- De acordo com o BB-Banco de Investimento S.A.:

1 - A instituição não é remunerada por serviços prestados nem possui relações com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universidade 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 universidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s);

2 - A instituição não possui 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.

Equipe de Vendas

Atacado bb.distribuicao@bb.com.br

Gerente - Cleber Aguiar - CPA20

João Carlos Floriano - CPA20
Kate O. Mastroianni Dela Corte - CPA20
Maurício Oliveira Guimarães - CPA20
Pedro Mendes Rauber - CPA20
Thiago Cogo Pires - CPA20
Wagner Silveira Neustaedter - CPA20

Varejo acoes@bb.com.br

Gerente - Marconi Maciel - CPA20

Distribuição e varejo

Mário Francisco D'Amico - CPA20
Márcio Carvalho José - CPA20

BB Securities

7th Floor, 16 St. Martin's Le Grand
London EC1A4NA - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Eduardo Nascimento +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Leonardo Loyola +44 (207) 3675802

Head of Capital Markets

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Sales

João Paulo Loyola +44 (207) 3675833/32
Jorge Bento
Renata Kreuzig

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852
Alex Freitas +44 (207) 3675842

Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Private Clients

Newton Tanaka +44 (207) 3675807
Marina Castro

Banco do Brasil Securities LLC

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

Managing Director

Gustavo Sousa +1 (646) 8453710

Institutional Sales

Charles Langalis +1 (646) 8453714

Sales Trader

Daniela Valle +1 (646) 8453712
Cassandra Voss +1 (646) 8453713

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