

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A PANDEMIA DA COVID-19 E AS COMPANHIAS AÉREAS  
BRASILEIRAS**

Leonardo Ribeiro Pinguelli

Matrícula: 1712188

Orientador: Marcelo Nuno de Sousa

Junho de 2021

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A PANDEMIA DA COVID-19 E AS COMPANHIAS AÉREAS  
BRASILEIRAS**

Leonardo Ribeiro Pinguelli

Matrícula: 1712188

Orientador: Marcelo Nuno de Sousa

Junho de 2021

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

---

Leonardo Ribeiro Pinguelli

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".

## SUMÁRIO

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO .....</b>  | <b>9</b>  |
| <b>2</b> | <b>O SETOR AÉREO BRASILEIRO.....</b>   | <b>12</b> |
| 2.1      | HISTÓRIA.....  | 12        |
| 2.1.1    | <i>Influência alemã e primeiras companhias aéreas brasileiras .....</i>            | <i>12</i> |
| 2.1.2    | <i>Incentivos federais e formação do primeiro oligopólio .....</i>                 | <i>13</i> |
| 2.1.3    | <i>Plano Cruzado, congelamento de tarifas e a desregulamentação do setor .....</i> | <i>14</i> |
| 2.1.4    | <i>Século XXI: Ascensão de novos players e queda das antigas gigantes .....</i>    | <i>15</i> |
| 2.2      | ATUALIDADE .....   | 20        |
| 2.2.1    | <i>Empresas atuantes .....</i>   | <i>20</i> |
| 2.2.2    | <i>Regulação e instituições relevantes.....</i>                                    | <i>24</i> |
| 2.3      | DINÂMICA DO SETOR .....  | 25        |
| 2.3.1    | <i>Oferta.....</i>   | <i>25</i> |
| 2.3.2    | <i>Demanda .....</i>   | <i>26</i> |
| 2.3.3    | <i>Drivers.....</i>  | <i>26</i> |
| 2.3.4    | <i>Riscos .....</i>  | <i>28</i> |
| <b>3</b> | <b>A AZUL LINHAS AÉREAS S.A. ....</b>  | <b>32</b> |
| 3.1      | HISTÓRIA DA EMPRESA.....   | 32        |
| 3.2      | FROTA E ORGANIZAÇÃO DO GRUPO .....   | 33        |
| 3.3      | COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....   | 34        |
| 3.4      | GOVERNANÇA CORPORATIVA .....   | 35        |
| <b>4</b> | <b>A GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. ....</b>                                  | <b>36</b> |
| 4.1      | HISTÓRIA DA EMPRESA.....   | 36        |
| 4.2      | FROTA E ORGANIZAÇÃO DO GRUPO .....   | 37        |
| 4.3      | COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....   | 38        |
| 4.4      | GOVERNANÇA CORPORATIVA .....   | 39        |
| <b>5</b> | <b>A LATAM AIRLINES.....</b>   | <b>41</b> |
| 5.1      | HISTÓRIA DA EMPRESA.....   | 41        |
| 5.2      | FROTA E ORGANIZAÇÃO DO GRUPO .....   | 42        |
| 5.3      | COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....   | 44        |
| 5.4      | GOVERNANÇA CORPORATIVA .....   | 45        |
| <b>6</b> | <b>O IMPACTO DA COVID-19 NO SETOR AÉREO.....</b>                                   | <b>46</b> |
| 6.1      | A CONSOLIDAÇÃO DO MERCADO NA ÚLTIMA DÉCADA .....                                   | 46        |
| 6.2      | ECLOSÃO DA COVID-19 E IMPACTOS INICIAIS .....                                      | 55        |

|          |  |            |
|----------|--|------------|
| 6.3      | EVOLUÇÃO DA PANDEMIA NO BRASIL .....           | 60         |
| 6.4      | OFERTA E DEMANDA DURANTE A CRISE .....         | 63         |
| 6.4.1    | <i>Azul</i> .....                              | 63         |
| 6.4.2    | <i>GOL</i> .....                               | 74         |
| 6.4.3    | <i>Latam</i> .....                             | 82         |
| 6.4.4    | <i>Comparativo</i> .....                       | 90         |
| 6.5      | LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO DURANTE A CRISE ..... | 105        |
| 6.5.1    | <i>Azul</i> .....                              | 105        |
| 6.5.2    | <i>GOL</i> .....                               | 112        |
| 6.5.3    | <i>Latam</i> .....                             | 119        |
| 6.5.4    | <i>Comparativo</i> .....                       | 125        |
| 6.6      | LUCRATIVIDADE DURANTE A CRISE .....            | 134        |
| 6.6.1    | <i>Azul</i> .....                              | 134        |
| 6.6.2    | <i>GOL</i> .....                               | 137        |
| 6.6.3    | <i>Latam</i> .....                             | 138        |
| <b>7</b> | <b>O FUTURO APÓS A PANDEMIA .....</b>          | <b>140</b> |
| 7.1      | MERCADO DE PASSAGEIROS .....                   | 140        |
| 7.2      | MERCADO DE CARGA.....                          | 150        |
| <b>8</b> | <b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>              | <b>154</b> |
| <b>9</b> | <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>        | <b>156</b> |

## FIGURAS

|   |    |
|---|----|
| FIGURA 1 - MARKET SHARE DOMÉSTICO (JUNHO/2001) .....  | 16 |
| FIGURA 2 - MARKET SHARE DOMÉSTICO (JANEIRO/2015) .....  | 20 |
| FIGURA 3 - MARKET SHARE (JUN/2021).....   | 20 |
| FIGURA 4 - CONCENTRAÇÃO DOS MERCADOS DOMÉSTICOS DE AVIAÇÃO COMERCIAL.....                                       | 21 |
| FIGURA 5 - MARKET SHARE INTERNACIONAL (DEZEMBRO/2019).....  | 22 |
| FIGURA 6 - BREAKDOWN DA CAPACIDADE DOMÉSTICA E INTERNACIONAL (DEZ/2019) .....                                   | 23 |
| FIGURA 7 - EVOLUÇÃO DA DEMANDA DOMÉSTICA (RPK), PIB E TARIFA MÉDIA NO BRASIL.....                               | 27 |
| FIGURA 8 – EVOLUÇÃO DOS PREÇOS DO PETRÓLEO E COMBUSTÍVEL DE AVIAÇÃO .....                                       | 30 |
| FIGURA 9 - COMPOSIÇÃO DO GRUPO GOL .....  | 38 |
| FIGURA 10 - ESTRUTURA SOCIETÁRIA SIMPLIFICADA DA LATAM .....  | 42 |
| FIGURA 11 - DIVISÃO DA CAPACIDADE DO GRUPO LATAM ENTRE REGIÕES (2019).....                                      | 43 |
| FIGURA 12 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DA LATAM .....   | 44 |
| FIGURA 13 - VOLUME DE PASSAGEIROS TRANSPORTADOS NO BRASIL (MILHÕES).....  | 46 |
| FIGURA 14 - CRESCIMENTO TRIMESTRAL DE CAPACIDADE E YIELD DO SETOR (2011-2017).....                              | 47 |
| FIGURA 15 - TAXA DE OCUPAÇÃO MÉDIA DOS VOOS DOMÉSTICOS (2010-2016) .....  | 48 |
| FIGURA 16 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DO MERCADO DOMÉSTICO BRASILEIRO ENTRE 2010 E 2019 (ASK MILHÕES).....         | 50 |
| FIGURA 17 - EVOLUÇÃO DO CAPACITY SHARE DOMÉSTICO (ASK MILHÕES).....   | 51 |
| FIGURA 18 - EVOLUÇÃO DO CAPACITY SHARE INTERNACIONAL (ASK MILHÕES) .....  | 51 |
| FIGURA 19 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE TOTAL DAS COMPANHIAS AÉREAS BRASILEIRAS ENTRE 2010 E 2019 (ASK MILHÕES)..... | 52 |
| FIGURA 20 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA (TONELADAS).....   | 53 |
| FIGURA 21 - CRESCIMENTO ANUAL DA CAPACIDADE DOMÉSTICA E ESTIMATIVA PARA 2020 .....                              | 54 |
| FIGURA 22 - MALHA AÉREA ESSENCIAL DA AZUL EM ABRIL DE 2020 .....  | 59 |
| FIGURA 23 - MALHA AÉREA ESSENCIAL DA GOL EM ABRIL DE 2020 .....   | 60 |
| FIGURA 24 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE CASOS E ÓBITOS ACUMULADOS POR COVID-19 NO BRASIL.....                         | 60 |
| FIGURA 25 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE NOVOS CASOS E ÓBITOS POR COVID-19 NO BRASIL .....                             | 62 |
| FIGURA 26 - OFERTA E DEMANDA DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (RPK/ASK MILHÕES) .....                                 | 64 |
| FIGURA 27 - CAPACIDADE DOMÉSTICA E INTERNACIONAL DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (ASK MILHÕES) .....                 | 65 |
| FIGURA 28 - BREAKDOWN DA DEMANDA DA AZUL ANTES E DEPOIS DA CRISE .....  | 66 |
| FIGURA 29 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DOMÉSTICA DA AZUL EM RELAÇÃO À 2019 .....                                    | 69 |
| FIGURA 30 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE TOTAL DA AZUL EM RELAÇÃO À 2019.....   | 69 |
| FIGURA 31 – EVOLUÇÃO DA TAXA DE OCUPAÇÃO MÉDIA DA AZUL.....   | 70 |
| FIGURA 32 - EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE RENTABILIDADE DA AZUL (R\$ CENTAVOS).....                               | 71 |
| FIGURA 33 - REDE ÍNTEGRADA DA AZUL CARGO EXPRESS.....   | 73 |
| FIGURA 34 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA PELA AZUL (MILHARES DE TONELADAS).....                     | 74 |
| FIGURA 35 - OFERTA E DEMANDA DA GOL DURANTE A PANDEMIA (ASK/RPK MILHÕES).....                                   | 75 |

|  |     |
|--|-----|
| FIGURA 36 – CAPACIDADE DOMÉSTICA E INTERNACIONAL DA GOL DURANTE A PANDEMIA (ASK MILHÕES)                       | 76  |
| FIGURA 37 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DOMÉSTICA DA GOL EM RELAÇÃO À 2019  | 78  |
| FIGURA 38 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE TOTAL DA GOL EM RELAÇÃO À 2019  | 79  |
| FIGURA 39 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE OCUPAÇÃO MÉDIA DA GOL  | 79  |
| FIGURA 40 - EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE RENTABILIDADE DA GOL (R\$ CENTAVOS)                                    | 81  |
| FIGURA 41 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA PELA GOL (MILHARES DE TONELADAS)                          | 82  |
| FIGURA 42 - OFERTA E DEMANDA DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (ASK/RPK MILHÕES)                                     | 83  |
| FIGURA 43 - CAPACIDADE DOMÉSTICA E INTERNACIONAL DA LATAM (ASK MILHÕES)  | 84  |
| FIGURA 44 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE DOMÉSTICA DA LATAM EM RELAÇÃO À 2019  | 86  |
| FIGURA 45 - EVOLUÇÃO DA CAPACIDADE TOTAL DA LATAM EM RELAÇÃO À 2019  | 86  |
| FIGURA 46 – EVOLUÇÃO DA TAXA DE OCUPAÇÃO MÉDIA DA LATAM  | 87  |
| FIGURA 47 - EVOLUÇÃO DOS INDICADORES DE RENTABILIDADE DA LATAM (US\$ CENTS)                                    | 88  |
| FIGURA 48 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA PELA LATAM (MILHARES DE TONELADAS)                        | 89  |
| FIGURA 49 - OFERTA E DEMANDA TOTAL DO MERCADO DURANTE A PANDEMIA   | 91  |
| FIGURA 50 – OFERTA E DEMANDA DOMÉSTICA DO MERCADO DURANTE A PANDEMIA   | 92  |
| FIGURA 51 - VARIAÇÃO MENSAL DA CAPACIDADE DOMÉSTICA  | 93  |
| FIGURA 52 - PERCENTUAL DA CAPACIDADE DOMÉSTICA SOBRE O PRÉ-CRISE (2019)  | 94  |
| FIGURA 53 – EVOLUÇÃO DO MARKET SHARE DOMÉSTICO DURANTE A PANDEMIA  | 95  |
| FIGURA 54 – PERCENTUAL DA CAPACIDADE INTERNACIONAL SOBRE O PRÉ-CRISE (2019)                                    | 96  |
| FIGURA 55 – PERCENTUAL DA CAPACIDADE TOTAL SOBRE O PRÉ-CRISE (2019)  | 97  |
| FIGURA 56 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE OCUPAÇÃO DURANTE A PANDEMIA  | 98  |
| FIGURA 57 - EVOLUÇÃO DOS YIELDS DURANTE A PANDEMIA POR EMPRESA   | 99  |
| FIGURA 58 - SOBREPÓSICÃO DE ROTAS ENTRE AS COMPANHIAS (JANEIRO DE 2021)  | 100 |
| FIGURA 59 - EVOLUÇÃO DO RASK DURANTE A PANDEMIA POR EMPRESA  | 101 |
| FIGURA 60 - EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA DURANTE A PANDEMIA POR EMPRESA (TONELADAS)                | 102 |
| FIGURA 61 – EVOLUÇÃO DO VOLUME DE CARGA TRANSPORTADA DOMESTICAMENTE DURANTE A PANDEMIA POR EMPRESA (TONELADAS) | 103 |
| FIGURA 62 - EVOLUÇÃO DO MARKET SHARE DE CARGA DOMÉSTICA  | 104 |
| FIGURA 63 - CRESCIMENTO DAS VENDAS DE VESTUÁRIO DURANTE A PANDEMIA   | 104 |
| FIGURA 64 - CRESCIMENTO DAS VENDAS DE MOBILIÁRIO E ELETRÔNICOS DURANTE A PANDEMIA                              | 105 |
| FIGURA 65 - EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$ MILHÕES)                               | 106 |
| FIGURA 66 - EVOLUÇÃO DAS DESPESAS OPERACIONAIS DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES)                        | 107 |
| FIGURA 67 – EVOLUÇÃO DO CAIXA E LIQUIDEZ DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES)                              | 108 |
| FIGURA 68 - FLUXO DE CAIXA DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES)  | 108 |
| FIGURA 69 - EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES)                                 | 109 |
| FIGURA 70 - MELHORIAS NO CRONOGRAMA DE AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA DA AZUL (R\$ MILHÕES)                             | 110 |
| FIGURA 71 - EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM DA AZUL DURANTE A PANDEMIA   | 111 |

|  |     |
|--|-----|
| FIGURA 72 - EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ MILHÕES) .....                  | 113 |
| FIGURA 73 - EVOLUÇÃO DAS DESPESAS OPERACIONAIS DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ MILHÕES) .....           | 114 |
| FIGURA 74 - EVOLUÇÃO DO CAIXA E LIQUIDEZ DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES) .....                 | 114 |
| FIGURA 75 - FLUXO DE CAIXA DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES) .....                               | 115 |
| FIGURA 76 - EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ BILHÕES) .....                    | 116 |
| FIGURA 77 - CRONOGRAMA DE AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA DA GOL (R\$ BILHÕES) .....                             | 117 |
| FIGURA 78 - EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM DA GOL DURANTE A PANDEMIA .....                                    | 118 |
| FIGURA 79 - ATUALIZAÇÃO DO PLANO DE FROTA DA GOL EM 2020 .....   | 118 |
| FIGURA 80 - EVOLUÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$ MILHÕES) .....               | 119 |
| FIGURA 81 - EVOLUÇÃO DAS DESPESAS OPERACIONAIS DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$ MILHÕES)<br>.....     | 121 |
| FIGURA 82 - EVOLUÇÃO DO CAIXA DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$ BILHÕES) .....                         | 123 |
| FIGURA 83 - FLUXO DE CAIXA DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$ MILHÕES) .....                            | 123 |
| FIGURA 84 - EVOLUÇÃO DO ENDIVIDAMENTO DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$ BILHÕES) .....                 | 124 |
| FIGURA 85 - EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM DA LATAM DURANTE A PANDEMIA .....                                  | 125 |
| FIGURA 86 - VARIAÇÃO TRIMESTRAL DA RECEITA LÍQUIDA DAS EMPRESAS .....                                  | 126 |
| FIGURA 87 - BREAKDOWN DA RECEITA LÍQUIDA DAS EMPRESAS POR SEGMENTO ANTES E DEPOIS DA<br>PANDEMIA ..... | 127 |
| FIGURA 88 - VARIAÇÃO TRIMESTRAL DAS DESPESAS OPERACIONAIS DAS EMPRESAS .....                           | 128 |
| FIGURA 89 - VARIAÇÃO TRIMESTRAL DO CAIXA DAS EMPRESAS .....  | 128 |
| FIGURA 90 - EVOLUÇÃO DO CAIXA/RECEITA LÍQUIDA UDM DAS EMPRESAS DURANTE A PANDEMIA .....                | 129 |
| FIGURA 91 - EVOLUÇÃO DA ALAVANCAGEM DAS EMPRESAS DURANTE A PANDEMIA .....                              | 131 |
| FIGURA 92 - VARIAÇÃO NA FROTA DAS EMPRESAS EM 2020 .....   | 132 |
| FIGURA 93 - FLUXO DE CAIXA TOTAL DAS EMPRESAS DURANTE A PANDEMIA .....                                 | 134 |
| FIGURA 94 - EVOLUÇÃO DO EBITDA E DO LUCRO LÍQUIDO DA AZUL DURANTE A PANDEMIA (R\$<br>MILHÕES) .....    | 135 |
| FIGURA 95 - EVOLUÇÃO DO EBITDA E DO LUCRO LÍQUIDO DA GOL DURANTE A PANDEMIA (R\$ MILHÕES)<br>.....     | 137 |
| FIGURA 96 - EVOLUÇÃO DO EBITDA E DO LUCRO LÍQUIDO DA LATAM DURANTE A PANDEMIA (US\$<br>MILHÕES) .....  | 138 |
| FIGURA 97 - VOLUME DE PASSAGEIROS VERSUS VACINAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS .....                            | 140 |
| FIGURA 98 - EVOLUÇÃO DA VACINAÇÃO CONTRA A COVID-19 NO BRASIL (MILHÕES) .....                          | 142 |
| FIGURA 99 - PREVISÃO DE ENTREGA DE VACINAS AO BRASIL POR FABRICANTE (MILHÕES DE DOSES) .....           | 143 |
| FIGURA 100 - PROJEÇÃO DE CRESCIMENTO DA DEMANDA DE PASSAGEIROS POR CONTINENTE, 2019-2031<br>.....      | 148 |
| FIGURA 101 - MERCADO ENDEREÇÁVEL DE CARGA (R\$ BILHÕES) .....  | 152 |

**TABELAS**

|   |     |
|---|-----|
| TABELA 1 - FROTA DA AZUL .....  | 33  |
| TABELA 2 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA AZUL.....   | 35  |
| TABELA 3 - FROTA DA GOL.....  | 38  |
| TABELA 4 - COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA GOL.....  | 39  |
| TABELA 5 - FROTA DA LATAM .....   | 43  |
| TABELA 6 - MEDIDAS DE CORTE DE DESPESAS DAS COMPANHIAS AÉREAS NO INÍCIO DA PANDEMIA ..... | 58  |
| TABELA 7 – PAÍSES MAIS AFETADOS PELA PANDEMIA NO MUNDO .....                              | 61  |
| TABELA 8 - RATING DE CRÉDITO CORPORATIVO DAS EMPRESAS ANTES E DEPOIS DA PANDEMIA.....     | 132 |

**EQUAÇÕES**

|                 |    |
|-----------------|----|
| EQUAÇÃO 1 ..... | 27 |
|-----------------|----|

## 1 INTRODUÇÃO

A aviação comercial é uma atividade consideravelmente sensível às turbulências econômicas, o que pode ser observado em qualquer período de crise na história recente do mundo. Tempos de recessão são necessariamente acompanhados de elevadas taxas de desemprego e redução do nível de renda e, com uma restrição orçamentária mais apertada, os indivíduos priorizam os gastos, dando mais atenção à bens como alimentação, saúde e energia elétrica. Em termos econômicos, pode-se dizer que a viagem de avião é um bem com elasticidade-renda positiva e elevada, ou seja, extremamente sensível à variação na renda dos consumidores, tendo seu consumo reduzido conforme a renda diminui.

Mesmo quando a economia global está em fase de crescimento no ciclo econômico, a competição e alta necessidade de capital investido tornam uma companhia aérea um negócio extremamente desafiador de ser administrado. A “quebradeira” no setor é comum, não sendo muito difícil encontrar exemplos de companhias que foram a falência, mesmo grandes empresas que, até o súbito fim, lideravam o mercado.

No mundo, o exemplo mais marcante é o da Pan American Airways (Pan Am). Ícone cultural norte-americano e maior empresa aérea do planeta durante toda a segunda metade do século XX, a Pan Am entrou com pedido de falência em 1991 após se arrastar por anos com graves dificuldades financeiras. No Brasil, a Varig teve trajetória similar, sendo informalmente vista como um “patrimônio” do país e lembrada com carinho na memória de grande parte dos brasileiros que viveram o final do século XX. A empresa gaúcha, que liderava o mercado doméstico e era monopolista nos voos para o exterior, também não conseguiu superar seus problemas financeiros, declarando falência em 2006.

Com o crescimento da economia global nos últimos anos, o setor aéreo brasileiro dispunha, até 2020, de grandes perspectivas de crescimento. Um relatório de 2017 feito pela Secretaria Nacional de Aviação Civil em parceria com a Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) projetou o crescimento do setor nas próximas duas décadas, traçando diferentes cenários possíveis até 2037. O estudo levou em consideração possibilidades para a evolução do país em aspectos macroeconômicos, demográficos e regulatórios. No cenário otimista, a demanda de passageiros no Brasil poderia ter um aumento de 248,25%, saltando de 201 milhões para mais de 700 milhões de pessoas por ano. No conservador, o crescimento seria de aproximadamente 102%, chegando a mais

de 400 milhões de passageiros por ano. Em ambos os casos, as expectativas para o setor eram animadoras.

Contudo, em 2020, a pandemia da Covid-19 mudou radicalmente as perspectivas para o mercado. Devido ao alto risco de contágio da doença pelo ar, os países se depararam com a súbita necessidade de manter a população em quarentena, ocasionando um choque violento na economia mundial. Com a grande maioria das pessoas trancadas em casa ao redor do globo, a quantidade de viajantes nacionais e internacionais diminuiu drasticamente. Apenas em relação ao turismo, a Organização Mundial do Turismo (OMT) estima que, entre janeiro e agosto de 2020, houve uma queda de 70% nas viagens internacionais em relação ao mesmo período de 2019. Em números absolutos, isso significa, aproximadamente, 700 milhões de pessoas a menos. Um levantamento feito pelo site *FlightRadar24*, que compila dados de tráfego aéreo, verificou que a oferta semanal de voos no Brasil em março – no início das medidas de restrição a circulação no mundo – teve contração de mais de 90% em relação ao mesmo mês no ano anterior.

Com uma redução tão forte no tráfego internacional de pessoas, fica evidente que o setor de aviação civil foi um dos mais impactados, sendo talvez o que mais sofreu com a pandemia. A queda quase completa na receita de passagens aéreas levou as grandes empresas do setor a passarem por graves dificuldades financeiras, chegando, em alguns casos, a possibilidade de falência.

Nesse contexto, é relevante analisar como uma crise tão violenta pode ter afetado as aéreas e se as grandes expectativas de crescimento previstas para o setor antes da pandemia poderão ser recuperadas. Com isso em mente, o presente trabalho tem como objetivo analisar e comparar os impactos financeiros e operacionais da Covid-19 nas principais companhias aéreas brasileiras, Azul, GOL e Latam. Dessa forma, será possível observar o quão grave foi o choque sofrido por essas empresas, analisando se elas possuem algum risco de insolvência e como estão posicionadas para a eventual retomada da economia mundial.

Ao longo do trabalho serão utilizados diversos dados financeiros e operacionais históricos das empresas em questão. Estes serão encontrados nos informes de resultados trimestrais divulgados pelas companhias, onde constam suas demonstrações financeiras, diga-se Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração de Fluxo

de Caixa. Para as condições macroeconômicas e informações necessárias sobre o setor aéreo e a economia serão utilizados dados de diversos agentes, como Associação Brasileira de Empresas Aéreas (ABEAR), Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), *International Air Transport Association* (IATA), Ministério da Infraestrutura, IBGE, BNDES e Banco Central, entre outros.

## **2 O SETOR AÉREO BRASILEIRO**

### **2.1 História**

#### **2.1.1 Influência alemã e primeiras companhias aéreas brasileiras**

Os primeiros voos comerciais no Brasil ocorreram em 1927 e foram operados pela companhia de comércio alemã Condor Syndikat, criada pelo governo alemão para estreitar as relações comerciais com o Brasil. Os voos eram voltados, principalmente, ao transporte de carga e correio, mas também levavam passageiros. Mais tarde no mesmo ano, foram fundadas as duas primeiras empresas aéreas nacionais: a Viação Aérea Rio-Grandense (Varig) e o Sindicato Condor.

A fundação da Varig ocorreu em maio de 1927 por um grupo de imigrantes alemães e empresários brasileiros estabelecidos no Rio Grande do Sul. A empresa começou a operar regionalmente em voos dentro do estado e, com o passar do tempo, ganhou escala, passando a receber também aportes financeiros e outros incentivos dos governos federal e estadual, o que permitiu uma gradual expansão de suas operações.

O Sindicato Condor, segunda companhia aérea a ser fundada no Brasil, se deu pela nacionalização da Condor Syndikat. Com sede estabelecida no Rio de Janeiro, herdou os equipamentos e infraestrutura de sua antecessora alemã. Alguns anos depois, a marca foi alterada para Sindicato Condor e depois para Serviços Aéreos Condor, que durou até 1943. Nesse ano, em meio a Segunda Guerra Mundial e a entrada do Brasil no conflito, a ligação da empresa com a Alemanha se tornou problemática, levando-a a alterar seu nome para Serviços Aéreos Cruzeiro do Sul.

Nos anos seguintes, mais empresas entraram no mercado, aproveitando o momento de expansão do setor no país. Em 1929, foi fundada a NYRBA do Brasil, subsidiária brasileira da companhia americana NYRBA. Posteriormente, o grupo foi absorvido pela gigante norte-americana Pan American Airways (Pan Am), que passou a chamar a sua nova subsidiária de Panair do Brasil. Em 1933, empresários paulistas fundaram a Viação Aérea de São Paulo (VASP), que foi posteriormente estatizada pelo Governo de São Paulo.

### 2.1.2 Incentivos federais e formação do primeiro oligopólio

Ao longo das décadas de 1940, 1950 e 1960, diversas empresas aéreas entraram em operação no Brasil, chegando a um total de 19 novas entrantes no mercado<sup>1</sup>. Entre elas, surgiu mais um grande *player* nacional, a Transbrasil, fundada em 1955 por um empresário catarinense para transportar carne entre Santa Catarina e São Paulo. Um ano depois, com o sucesso do negócio, os voos passaram a transportar simultaneamente carga e passageiros. O setor se expandia abruptamente e gozava de poucas barreiras à entrada, criando ambiente propício para um mercado competitivo como se observava.

Durante grande parte do século XX, a expansão da indústria aérea brasileira foi amparada pelo Estado. Na década de 1960, a crescente preocupação com a interiorização do país após a mudança da capital para Brasília levou o governo federal a instituir, por meio do Decreto Nº 52.693 de 15 de outubro de 1963, a Rede Nacional de Integração, que tinha como objetivo criar “linhas aéreas domésticas de alto interesse nacional, comprovadamente deficitárias ou antieconômicas”<sup>2</sup>.

Além do decreto, foi criado, já durante o Regime Militar (1964-1985), o Sistema Integrado de Transporte Aéreo Regional (SITAR)<sup>3</sup>, que dividiu o território nacional em cinco regiões e estabeleceu monopólio regional em cada uma das áreas. O negócio funcionava como uma espécie de concessão pública, onde a empresa concessionária ganhava exclusividade na operação de rotas dentro daquela região. Ao mesmo tempo, essas empresas não podiam realizar voos nacionais ou para o exterior. As operações em rotas não-sustentáveis eram amparadas por incentivos fiscais que, por sua vez, se sustentavam com a cobrança de uma tarifa adicional de aproximadamente 3% sobre o valor das passagens domésticas.

O incentivo deu à algumas pequenas empresas aéreas regionais a oportunidade de expandir suas operações. Entre elas, destaca-se a TAM, fundada em 1961 por um grupo de pilotos no interior de São Paulo sob o nome de Táxi Aéreo Marília. Inicialmente, a

---

<sup>1</sup> FERREIRA, Josué. **Um breve histórico da aviação brasileira**. XII Congresso Brasileiro de História Econômica. 2017.

<sup>2</sup> BRASIL. **Decreto 52.693-15 de outubro de 1963**. Brasília, DF, 1963.

<sup>3</sup> SENADO. **Incentivos oficiais à aviação regional existiram entre 1975 e 1999**. Senado em Discussão. 2010.

companhia operava voos curtos nos estados de São Paulo e Paraná. Alguns anos depois, passou a realizar voos no Centro-Oeste com o monopólio concedido pelo SITAR.

Apesar do crescimento do mercado, a competição e o alto nível de capital exigido desafiavam constantemente as companhias aéreas. Em 1965, a Panair do Brasil declarou falência, levando a Varig a adquirir suas rotas, sobretudo as linhas internacionais para a Europa. Com isso, a companhia gaúcha alavancou sua operação internacional, recebendo do governo federal o título de *flagcarrier* do Brasil. A condição garantia à Varig monopólio nos voos para o exterior, com exceção da concorrência de algumas empresas estrangeiras beneficiadas por acordos bilaterais com o governo brasileiro.

Nas décadas de 1960 de 1970, o mercado brasileiro era dominado por quatro empresas: Varig, VASP, Transbrasil e Cruzeiro, formando o primeiro oligopólio do setor.<sup>4</sup> O domínio dessas poucas empresas era tão grande que três delas (Varig, VASP e Cruzeiro) firmaram acordo para dividir a operação da rota Rio de Janeiro-São Paulo, a mais movimentada do país. As companhias acordaram em escalonar os voos ao longo do dia, alternando entre as três com intervalos de 1 hora entre cada decolagem e com livre trânsito de passageiros entre elas. Dessa forma, o passageiro poderia embarcar no voo com um bilhete de qualquer uma das três companhias. Esse modelo de operação, que vigorou até meados dos anos 1990, ficou conhecido como Ponte Aérea Rio-São Paulo.

O *status quo* da Ponte Aérea não durou muito tempo, uma vez que, em 1975, seria a vez da Cruzeiro do Sul ver sua situação financeira se tornar insustentável. No mesmo ano, a companhia foi comprada pela Varig, que consolidou ainda mais sua dominância no mercado nacional. Durante aquele período, as tarifas aéreas eram substancialmente altas e sustentadas pela regulação pelo Departamento de Aviação Civil (DAC), o que amparava o modelo de negócios custoso da Varig, que servia até bebidas alcóolicas gratuitas para os passageiros.

### **2.1.3 Plano Cruzado, congelamento de tarifas e a desregulamentação do setor**

Em 1986, o governo de José Sarney (1985-1990) congelou as tarifas aéreas durante o Plano Cruzado para combater a hiperinflação que assolava o país. Com isso, as

---

<sup>4</sup> FERREIRA, JOSUÉ. *Um breve histórico da aviação civil brasileira*. XII Congresso de História Econômica. 2017.

companhias passaram a operar com prejuízos elevados, deteriorando drasticamente os resultados financeiros. Contudo, mesmo no período de crise, grandes empresas como a Varig e a VASP optaram por seguir gastando grandes volumes de capital na aquisição de novos aviões para expandir a oferta de voos.

A partir dos anos 1990, o setor passou por um processo de desregulamentação, que veio inserido no contexto de abertura comercial do país promovida pelo governo do presidente Fernando Collor (1990-1992). Em 1990, o monopólio da Varig nos voos internacionais foi extinto, assim como o monopólio regional do SITAR, liberando diversas rotas para a livre concorrência entre empresas. O DAC também deixou de sustentar as altas tarifas que vigoravam há décadas, possibilitando maior competição de preços no mercado.

No mesmo ano, ocorre a privatização da VASP, e seu novo dono, o empresário Wagner Canhedo, traçou como objetivo tornar a empresa a maior companhia aérea do Brasil. A partir disso, foi iniciada uma agressiva expansão da malha internacional. A empresa adquiriu uma grande quantidade de aeronaves de grande porte e passou a voar para destinos nos Estados Unidos, Europa e Ásia. As reformas liberalizantes levaram todas as líderes de mercado – Varig, VASP e Transbrasil – a gastarem ainda mais com expansão de frota para evitarem a perda de *market share* com a nova concorrência.

Ainda nesse período, a entrada da TAM na rota Rio-São Paulo encerrou o oligopólio da Ponte Aérea e acirrou a concorrência no mercado doméstico. Em meados da década de 1990, a companhia paulista já voava para diversas cidades ao redor do país e ascendia como um novo player de grande porte. Poucos anos depois, em 1993, a Varig observou a necessidade de se adaptar e iniciou um processo de reestruturação. A empresa renegociou contratos de *leasing* com arrendadores de aeronaves, fechou escritórios no exterior e demitiu mais de 3 mil funcionários.<sup>5</sup>

#### **2.1.4 Século XXI: Ascensão de novos players e queda das antigas gigantes**

A desregulamentação do setor iniciada nos anos 1990 proporcionou ao mercado, na chegada do século XXI, um ambiente de maior liberdade tarifária e, conseqüentemente, competição de preços. O novo cenário propiciou o surgimento de alguns novos *players*, o que, como será descrito a seguir, culminou no fim das antigas líderes do setor.

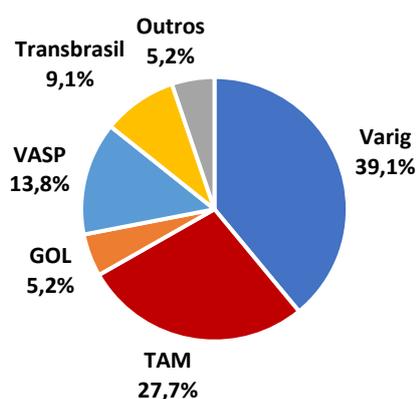
---

<sup>5</sup> FOLHA DE S. PAULO. **Cronologia da crise da Varig**. São Paulo, 2006.

O ano de 2001 marcou a entrada da GOL no mercado, introduzindo no Brasil um modelo de negócios alternativo e quase antagônico ao adotado por empresas como Varig e VASP: o de baixo custo e baixa tarifa (*low-cost low-fare*, em inglês). O novo negócio possibilitou à empresa oferecer tarifas substancialmente menores que suas competidoras, forçando as antigas líderes de mercado a se adaptarem.

Juntamente com a TAM, a GOL penetrou rapidamente nas principais rotas domésticas e mudou a divisão do mercado, acelerando a perda de participação da Varig, VASP e Transbrasil. A divisão da demanda doméstica, em junho de 2001, se dava como mostra a **Figura 1**. Mesmo perdendo espaço para a concorrência, a Varig era responsável por cerca de 40% do mercado.

**Figura 1 - Market Share Doméstico (junho/2001)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

No mesmo ano, os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, quando dois aviões colidiram com as torres do World Trade Center, em Nova York, desencadearam uma grande crise no setor aéreo. Os ataques criaram uma onda de medo que se espalhou pela economia mundial, além de provocar o fechamento do espaço aéreo norte-americano e o questionamento da sociedade em relação à segurança da aviação. Conseqüentemente, a demanda de passageiros caiu drasticamente nos meses seguintes, agravando a situação de companhias aéreas que já mostravam balanços fragilizados.

Em 2002, a Transbrasil decretou falência após ver sua situação financeira se agravar no início do novo século. A empresa, que foi uma das líderes de mercado durante boa parte do século passado, pode ser considerada a primeira vítima das reformas liberalizantes do setor. Sua estrutura burocrática, frota excessivamente grande e baixa demanda de

passageiros frente à oferta de voos foram fatores decisivos para a corrosão do balanço, tornando a operações insustentáveis.

A VASP seria, três anos depois, a próxima companhia a quebrar. A empresa não conseguiu sustentar o projeto de crescimento acelerado que se deu após a privatização. Com diversas rotas internacionais, uma frota numerosa de aeronaves de grande porte e descontos tarifários insustentáveis, a companhia paulista passou a sofrer com excesso de oferta, baixa ocupação de passageiros e uma competição cada vez mais feroz.

Nesse contexto, a VASP começou a apresentar dificuldades para cumprir suas obrigações, deixando de honrar salários, dívidas e aluguel das aeronaves. A frota e a malha aérea foram diminuindo gradualmente conforme a companhia era obrigada a devolver os aviões para os arrendadores. Por volta de 2003, já não operava mais voos internacionais, enquanto as rotas domésticas eram feitas por aeronaves envelhecidas de pequeno porte. Em seus momentos finais, a VASP passou a conviver constantemente com o cancelamento de voos, greve de funcionários e até dificuldades para pagar por combustível. Em 2004, o Departamento de Aviação Civil proibiu a operação de oito aviões por falta de manutenção. Em 2005, a entidade cassou a autorização de voo da VASP, que teve a falência oficialmente decretada em 2008.

Enquanto suas tradicionais competidoras derrocavam, a Varig buscava saídas para sobreviver. No entanto, com um balanço negativo e fragilizado, a companhia também passou a ter dificuldade para conseguir crédito no mercado e honrar compromissos. Em uma das principais medidas para se recuperar, a Varig pleiteou uma indenização de cerca de R\$ 3 bilhões por parte do governo federal pelo congelamento de tarifas ocorrido na gestão Collor. No entanto, em 2003, o governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva (2003-2010), tentou promover uma fusão com a TAM para evitar o pagamento dessa dívida. As negociações para a união das duas empresas falharam e, no mesmo ano, a TAM ultrapassou a Varig em *market share*, tomando a liderança do mercado nacional.

Em 2005, foi a vez da GOL ultrapassar a Varig em participação no mercado. Seguindo o mesmo caminho de suas antigas competidoras, a companhia gaúcha não conseguiu enxugar a estrutura pesada e se adequar as novas tendências de operação de baixo custo. A manutenção por anos de uma frota excessivamente grande e baixa ocupação de passageiros, além das guerras de preços travadas com a GOL e a TAM, tornou a operação

da Varig insustentável. Com prejuízo por diversos anos consecutivos e em meio à processos trabalhistas, a companhia entrou em recuperação judicial em 2005, vendendo parte de seus ativos e renegociando dívidas com credores. O endividamento estimado da Varig com ultrapassava os R\$ 9 bilhões<sup>6</sup>, sendo a União o maior credor da empresa.

Em 2006, após mais de 5 mil demissões e retenção de diversas aeronaves pela justiça, a Varig foi autorizada pela Agência Nacional de Aviação Civil (sucessora do DAC) a voar com uma nova razão social, a VRG Linhas Aéreas. Um ano depois, a empresa foi comprada pela GOL, que manteve os voos e os aviões com a marca Varig até 2014, quando foi totalmente absorvida pela controladora. A falência oficial da companhia foi decretada em 2010.

Também em 2006, um acidente aéreo provocou uma profunda crise no setor, no episódio que ficou conhecido como “apagão aéreo”. Em 29 de setembro daquele ano, o voo GOL 1907 cumpria a rota Manaus-Rio de Janeiro, com escala em Brasília, quando, ao sobrevoar o estado do Mato Grosso, colidiu com um jatinho executivo Embraer Legacy 600. A aeronave da GOL, um Boeing 737, se despedaçou no ar, matando todos os 154 passageiros e tripulantes a bordo.

O acidente foi atribuído à ineficiência e defasagem do controle de tráfego aéreo brasileiro, desencadeando uma crise no setor aéreo. A exposição que as investigações e a cobertura da mídia deram aos controladores de voo levou a uma crescente instabilidade e tensão entre os profissionais, que alegavam sobrecarga de trabalho. Além disso, em outubro, uma pane no Centro Integrado de Defesa Área e Controle do Tráfego Aéreo desligou o sistema de radares da região Sul do país, ocasionando diversos atrasos em voos.

A ebulição dessa sequência de eventos culminou em uma ameaça de greve de controladores de tráfego aéreo, que reivindicavam melhores salários e condições de trabalho. Como resposta, o governo federal ordenou o atraso de diversos voos para diminuir a quantidade de aeronaves monitoradas simultaneamente, reduzindo a carga de trabalho dos profissionais de tráfego. Os constantes atrasos de voos e conflitos trabalhistas se mantiveram ao longo de todo o ano de 2007, mergulhando o setor aéreo

---

<sup>6</sup> Estado de S. Paulo. **Rombo da Varig cresce e chega a R\$ 9,4 bilhões.** 2005.

brasileiro em uma profunda crise, que se estendeu com a recessão da economia mundial na crise financeira de 2008. A recuperação do setor só se daria entre 2009 e 2010.

Nos anos seguintes ao fim das operações da Varig, o mercado doméstico foi amplamente dominado por GOL e TAM, que, no início de 2008, dividiam quase 90% do *market share*. No mesmo ano, o empresário norte-americano David Neeleman fundou a Azul, que rapidamente ascendeu como um dos principais *players* do setor. A nova empresa focou inicialmente em rotas menores que não eram abastecidas pelas líderes de mercado, expandindo as operações gradualmente para o mercado nacional.

Outras empresas pequenas, como Avianca e Webjet, também começaram a ganhar relevância. A Avianca Brasil surgiu em 2010, fruto da aquisição da Ocean Air, uma pequena empresa de taxi aéreo no Rio de Janeiro, pela companhia colombiana Avianca. A nova controladora iniciou um processo de forte expansão, entrando nos mercados nacional e internacional com modernas aeronaves Airbus A320 e A330.

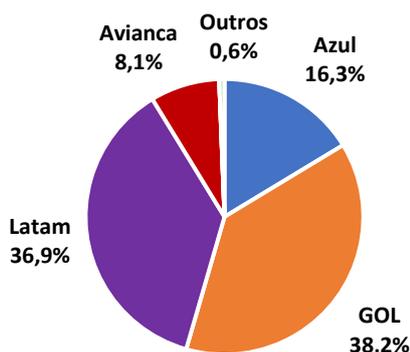
Em 2010, a TAM anunciou sua fusão com a empresa aérea chilena LAN Chile, na intenção de formar um grupo com capilaridade multinacional e uma das maiores companhias aéreas do mundo em volume de passageiros transportados. As duas empresas operaram com as próprias marcas até 2016, quando consolidaram sua unificação e adotaram o nome Latam Airlines. A divisão brasileira, sucessora da TAM, passou a se chamar Latam Airlines Brasil, enquanto sua equivalente chilena passou a utilizar a marca Latam Airlines Chile.

Em janeiro de 2015, o mercado doméstico era dominado por quatro empresas: GOL, Latam, Azul e Avianca, que, juntas, representavam 99% da demanda total de passageiros. No mercado internacional, cerca de 75% da demanda era ocupada por empresas estrangeiras. Entre as companhias nacionais, a Latam possuía a maior participação, com 18% da demanda, enquanto GOL e Azul dividiam os 7% restantes. Ao passo que a GOL possuía (e ainda possui) uma estratégia de negócios voltada para o mercado doméstico, a Azul buscava, nos anos seguintes, expandir sua operação internacional.

O cenário do setor permaneceu relativamente inalterado até a entrada da Avianca em recuperação judicial no final de 2018. Naquele ano, a empresa começou a ter dificuldades para honrar compromissos com credores e arrendadores de aeronaves. Em certo momento

durante a crise, os passageiros de um voo da companhia foram retirados do avião por um oficial de justiça pouco antes da decolagem, uma vez que a aeronave – que havia sido penhorada – foi exigida por um dos credores. As operações da Avianca foram suspensas pela ANAC em maio de 2019 e a falência decretada em julho de 2020. Os ativos da empresa, incluindo aeronaves e rotas, foram adquiridos em leilão pela Azul e Latam.

**Figura 2 - Market Share Doméstico (janeiro/2015)**



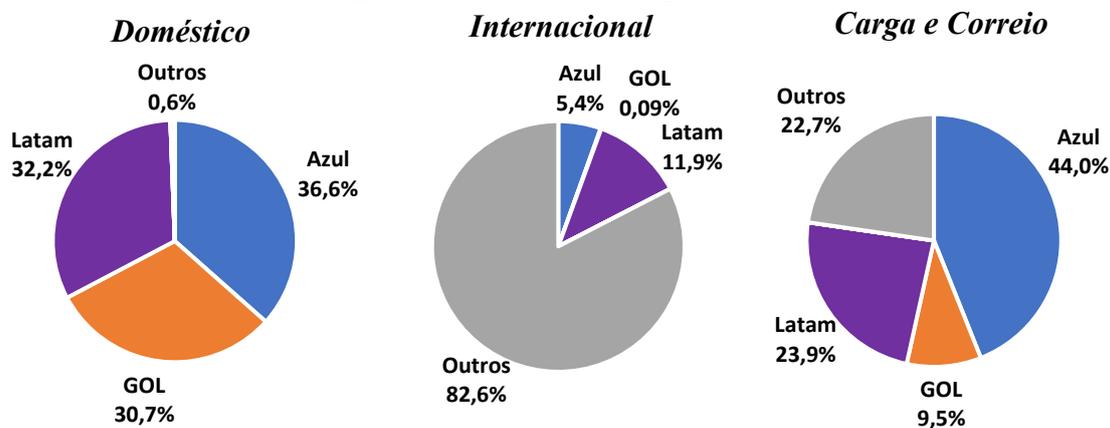
Fonte: ANAC. Elaboração própria.

## 2.2 Atualidade

### 2.2.1 Empresas atuantes

Atualmente, o mercado doméstico de aviação comercial é dividido, quase em sua totalidade, por Azul, GOL e Latam. Apesar de as três empresas possuírem *market share* semelhante, a Azul é a atual líder do segmento com cerca de 37% de participação (posição conquistada apenas em 2021), como pode-se observar na **Figura 3**. Os 0,6% restantes são de pequenas empresas regionais, como a Voepass Linhas Aéreas.

**Figura 3 - Market Share (jun/2021)**

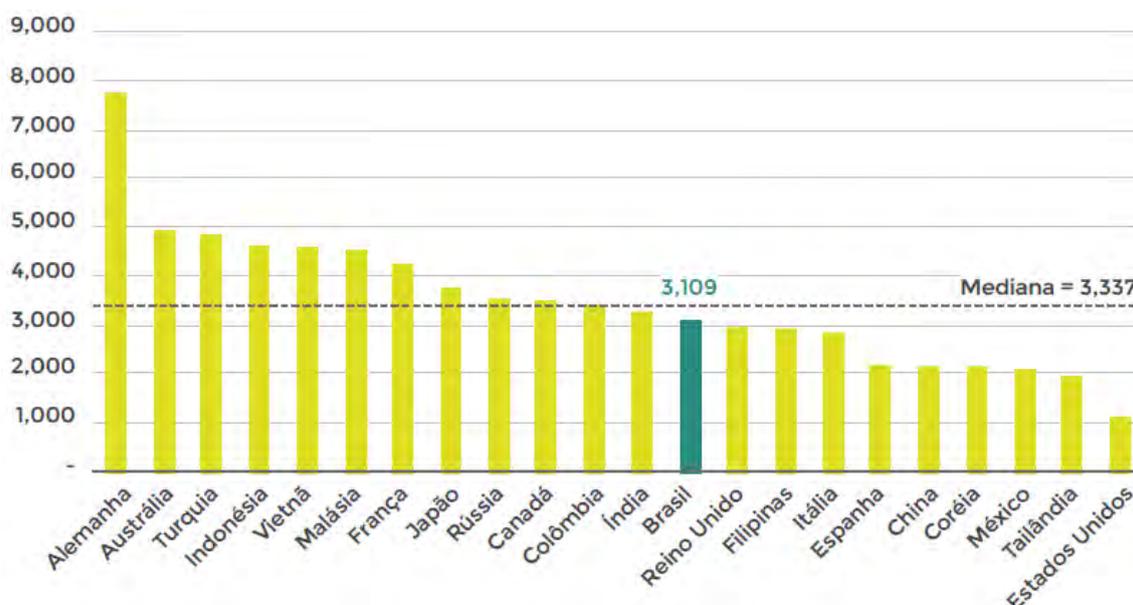


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Apesar de não haver uma grande quantidade de empresas operando, o mercado de aviação doméstica brasileiro não está entre os mais concentrados do mundo. Pelo Herfindahl-Hirschman Index (HHI), índice medidor de concentração de mercado, o Brasil está na frente de diversos países desenvolvidos, como Alemanha, Canadá e França, no quesito competição. O índice é medido da seguinte forma:<sup>7</sup> soma-se o quadrado do percentual de participação de mercado de cada empresa atuante multiplicado por cem.<sup>8</sup> Desse modo, um mercado dominado por uma empresa monopolista, com 100% de participação, obteria um HHI de 10.000. Inversamente, em um mercado extremamente competitivo, onde as empresas atuantes possuem participação próxima de 0%, o índice ficaria próximo de zero. Portanto, quanto mais próximo de 10.000, mais concentrado é o mercado, e, quanto mais próximo de zero, mais competitivo o é.

O mercado doméstico brasileiro possui, pela participação de mercado das empresas atuantes em janeiro de 2021, um HHI de 3.343. O índice aumentou 234 pontos em relação à 2019, quando a pontuação era de 3.109. A piora no índice se deve a saída da Avianca do mercado após a suspensão de suas atividades. A **Figura 4** mostra o HHI, em 2019, dos 22 maiores mercados domésticos do mundo, evidenciando a posição do mercado brasileiro abaixo da mediana e em linha com a maioria dos mercados mundiais.

**Figura 4 - Concentração dos mercados domésticos de aviação comercial<sup>9</sup>**



Fonte: ABEAR.

<sup>7</sup> HAYES, ADAM. **Herfindahl-Hirschman Index (HHI)**. Investopedia. 2020.

<sup>8</sup>  $HHI = S_1^2 + S_2^2 + S_3^2 + \dots + S_n^2$ , onde  $S_i$  é a participação de uma empresa atuante no mercado multiplicada por 100.

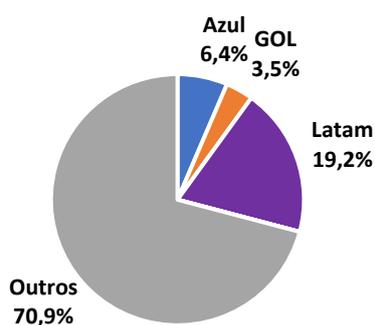
<sup>9</sup> Os dados de Indonésia, Japão e China referem-se a 2017. Os dados de Alemanha, Vietnã, Malásia, França, Canadá, Itália, Espanha e Tailândia referem-se a 2018. Os demais referem-se a 2019.

No mercado internacional, a competição é muito maior devido a concorrência com empresas estrangeiras, que, juntas, correspondem por mais de 80% da demanda por esses voos. Entre as três grandes empresas do setor, apenas Azul e Latam possuem aeronaves de grande porte (*wide-body*) em suas frotas. Tais modelos são os únicos com autonomia o suficiente para realizar voos intercontinentais, como, por exemplo, em rotas para os Estados Unidos, Europa, África e Ásia.

Com uma frota inteiramente composta por aviões de corredor único (*narrow-body*), a operação internacional da GOL se restringe ao continente sul-americano. A companhia ocasionalmente oferece voos aos Estados Unidos, mas apenas partindo de aeroportos na região Norte. Dado o fechamento de fronteiras dos países vizinhos em meio ao agravamento da pandemia no Brasil, a empresa cessou completamente suas rotas internacionais. Os 0,09% de *market share* vistos na **Figura 3** correspondem a voos fretados por equipes de futebol para jogos de competições internacionais.

Como mostra a **Figura 5**, em dezembro de 2019, pouco antes do início da pandemia da Covid-19, a GOL correspondia por 3,5% da demanda de voos internacionais. Contudo, vale destacar novamente que as operações de Azul e Latam incluem rotas intercontinentais para os Estados Unidos e a Europa. Portanto, são operações com grande diferença em termos de logística, rentabilidade e custos.

**Figura 5 - Market Share Internacional (dezembro/2019)**

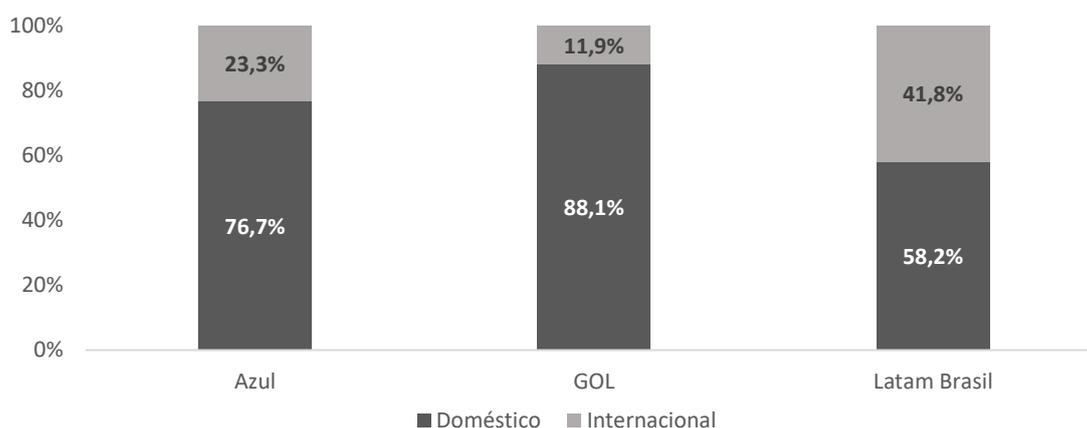


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A Latam é a empresa que possui maior exposição ao mercado internacional, com cerca de 40% da sua oferta sendo destinada ao segmento. A GOL, até 2019, tinha 11% da capacidade voltada para o ramo, enquanto a Azul possuía 23%, como mostra a **Figura 6**. A grande exposição da Latam em rotas internacionais já colocou a empresa em

desvantagem contra suas competidoras em diversos momentos de crise, uma vez que, em períodos de recessão, a demanda internacional tende a diminuir mais que a demanda doméstica. Tal dinâmica foi ainda mais intensa em meio a pandemia, com o fechamento de diversas fronteiras para voos internacionais.

**Figura 6 - Breakdown da Capacidade Doméstica e Internacional (dez/2019)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Além do transporte de passageiros, as companhias aéreas também transportam carga, seja nos porões dos aviões comerciais ou com aeronaves exclusivas para tal atividade. No mercado brasileiro, Azul, GOL e Latam possuem, cada uma, um braço de negócios de carga. A divisão de logística da primeira consiste na Azul Cargo Express, enquanto as outras duas operam a Gollog e a Latam Cargo, respectivamente. Embora não seja a principal linha de negócio de tais companhias – historicamente representando em torno de 5% da receita total –, o transporte de carga ganhou um repentino destaque durante a pandemia, passando a representar até 20% da receita durante parte de 2020.

O movimento se deve, em parte, pela queda brusca no volume de passageiros transportados, reduzindo sua representatividade no resultado financeiro das empresas, mas também pela explosão de volume do comércio eletrônico, que cresceu exponencialmente em meio as medidas restritivas impostas pela Covid-19. Em sua Divulgação de Resultados de 2020, a Azul comentou que a receita da Azul Cargo Express bateu recordes consecutivos ao longo do ano, crescendo 64% em relação à 2019. Em meio à nova tendência de consumo por canais digitais, as companhias aéreas têm investido cada vez mais nessa linha de negócios, tentando aprimorar os seus serviços de logística com entregas mais rápidas e eficientes.

Vale destacar que, nesse segmento, a competição é maior que no mercado de passageiros, devido a atuação de empresas de logística que operam exclusivamente nesse ramo com aeronaves cargueiras. Essas empresas correspondem por 32% do volume de carga transportada no país (**Figura 3**) e, entre elas, estão algumas das maiores corporações de logística do mundo, como DHL e UPS.

### **2.2.2 Regulação e instituições relevantes**

Assim como outros setores de transportes e infraestrutura, a aviação civil é uma atividade regulada pelo Estado. O órgão competente pela regulação do setor é a Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC), criada em 2005 para substituir o Departamento de Aviação Civil (DAC). A entidade opera como uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Infraestrutura e é responsável por supervisionar e fiscalizar as atividades de aviação civil e infraestrutura aeronáutica e aeroportuária no Brasil. Com isso, cabem à ANAC todos os processos de normatização, certificação e fiscalização das companhias aéreas, aeronaves, aeroportos, pessoal e demais estruturas envolvidas na atividade de aviação comercial.

A ANAC divide as suas responsabilidades sob duas óticas: a regulação técnica e a regulação econômica. Como o nome diz, a primeira se refere à aspectos técnicos, como a garantia da segurança das operações, manutenção das aeronaves, proficiência dos pilotos, adequação da infraestrutura aeroportuária e qualidade dos serviços, entre outros. Já a regulação econômica se refere ao monitoramento do equilíbrio econômico-financeiro das companhias e a manutenção de níveis saudáveis de competição no setor. A ANAC não interfere na determinação de tarifas e rotas das empresas, mas monitora o mercado, buscando maneiras de promover a concorrência e reduzir entraves institucionais que formem barreiras à entrada no setor.<sup>10</sup>

Os únicos processos relacionados à aviação civil que não estão sob escopo da ANAC são os de gestão do espaço aéreo, que é responsabilidade do Departamento de Controle do Espaço Aéreo (DECEA) e os de investigação e prevenção de desastres aéreos, responsabilidade do Centro de Investigação e Prevenção de Acidentes Aeronáuticos (CENIPA). Ambos os órgãos são vinculados à Força Aérea Brasileira e subordinados ao Ministério da Defesa.

---

<sup>10</sup> ANAC. **Diretrizes para a Qualidade Regulatória**. 2020.

Outras instituições relevantes para o setor são as associações, tanto a nível nacional quanto internacional. As associações não possuem caráter regulatório e atuam com o objetivo de promover o crescimento do setor e auxiliar a formulação de políticas públicas através de estudos, ações e programas conjuntos com as empresas e órgãos reguladores. No Brasil, a única entidade desse gênero é a Associação Brasileira das Empresas Aéreas (ABEAR), fundada em 2012 pelas quatro maiores empresas aéreas daquele ano: Azul, Avianca, Latam e Trip. Internacionalmente, a *International Air Transport Association* (IATA) cumpre o mesmo papel, contando com mais de 290 companhias associadas ao redor do mundo.

Além das associações, é comum que as companhias se unam em alianças aéreas. Essas alianças constituem grupos de empresas que possuem um sistema de cooperação, o que inclui compartilhamento de voos, programas de fidelidade conjuntos e concessão de benefícios à passageiros que utilizarem os serviços de empresas do mesmo grupo. As três maiores alianças aéreas do mundo hoje são: Star Alliance, Sky Team e One World, com 26, 19 e 15 empresas filiadas, respectivamente. A Latam fez parte da One World até sua desfiliação em fevereiro de 2020. Atualmente, nenhuma companhia aérea brasileira é membro de uma aliança.

## **2.3 Dinâmica do setor**

### **2.3.1 Oferta**

Usualmente, se poderia pensar que a oferta de uma companhia aérea é a quantidade total de assentos oferecidos por ela. No entanto, as rotas operadas por uma empresa possuem distâncias bem diferentes, de forma que um determinado assento proporciona a ela rentabilidade e custos distintos dependendo do voo.

Com isso, se mostra necessário fazer um ajuste à quantidade de assentos oferecidos, de modo a incorporar as diferentes distâncias que cada unidade percorre. Esse ajuste resulta na métrica *Available-Seat Kilometers* (ASK), ou Assento-Quilômetro Oferecido, que é a variável utilizada pelas companhias aéreas para medir a oferta. O ASK de um voo é calculado multiplicando a quantidade de assentos ofertados pela distância percorrida por eles (em quilômetros). Uma unidade de ASK é produzida quando um assento percorre um quilômetro. Assim, um voo com 100 assentos e distância de 400 quilômetros teve 40

mil ASKs oferecidos. Da mesma forma, um voo com 100 assentos e 1000 quilômetros de distância teve 100 mil ASKs oferecidos. O ASK total de uma empresa aérea em um período se dá pelo somatório dos ASKs de todos os voos operados por ela, sendo essa a sua oferta total. A partir dele, pode-se criar outras métricas para analisar o desempenho operacional de uma empresa, como o CASK (custo por ASK), o RASK (receita por ASK) e o PRASK (receita de passageiros por ASK).

### 2.3.2 Demanda

Analogamente à oferta, a demanda das companhias aéreas também é medida com um ajuste para as diferentes distâncias percorridas, resultando no *Revenue Passenger-Kilometer* (RPK), ou Passageiro-Quilômetro Transportado. O RPK é medido da mesma forma que o ASK, tendo a sua unidade produzida quando um passageiro percorre um quilômetro. Fazendo o mesmo exercício do tópico anterior, um voo com 80 passageiros e 400 quilômetros de distância resulta em um RPK de 32 mil. Igualmente, um voo com 80 passageiros e 1000 quilômetros de distância obtém um RPK de 80 mil. O RPK de uma empresa em determinado período é obtido somando os RPKs de todos os voos operados, resultando na demanda total.

Outra medida importante para analisar o desempenho operacional é a taxa de ocupação das aeronaves, também chamada de fator de aproveitamento ou *load factor*. Ela é obtida dividindo o RPK de um voo ou da empresa pelo ASK do mesmo e mostra, em termos percentuais, o quanto dos assentos oferecidos foram ocupados por passageiros.

Como os custos fixos de uma empresa aérea são muito elevados, já que as despesas com arrendamento das aeronaves, combustível e salários não variam com a quantidade de passageiros, é extremamente importante que ela consiga manter as aeronaves com alta ocupação, de modo a diluir esses custos. A operação de um voo com baixa ocupação é muito danosa ao balanço de uma companhia e, por isso, as guerras de preços são comuns no setor. Regularmente, as empresas oferecem descontos e promoções para conseguir lotar os voos e elevar a taxa de ocupação.

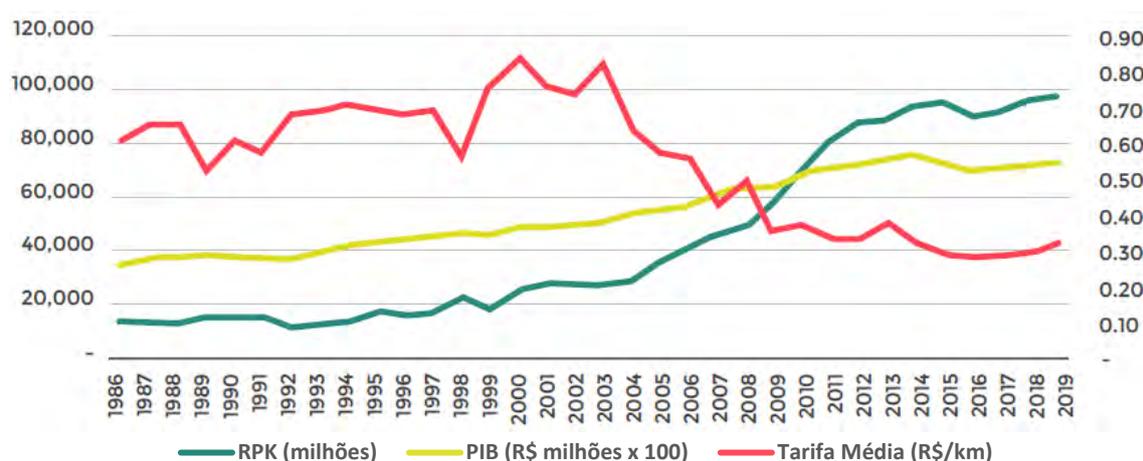
### 2.3.3 Drivers

Como dito na **INTRODUÇÃO**, a viagem aérea é um bem com alta elasticidade, sendo o seu consumo sensível às variações na renda da população. Com isso, o crescimento do

setor aéreo possui grande correlação com o crescimento econômico do país, se beneficiando de períodos com elevadas taxas de crescimento do PIB. No entanto, a **Figura 7** mostra que, desde o início do século XXI, a demanda por viagens aéreas (em RPKs) tem crescido em ritmo maior que o PIB brasileiro.

Entre 2002 e 2019, a demanda doméstica do setor aumentou em cerca de 151%, ao passo que o PIB cresceu apenas 46%.<sup>11</sup> Parte dessa discrepância se deve ao fato de que, no mesmo período, a tarifa média das passagens aéreas despencou mais de 50%, estimulando a demanda e, conseqüentemente, aumentando a penetração das viagens aéreas na cesta de consumo dos brasileiros. Como contado no tópico **2.1.3**, o setor aéreo passou por um processo de desregulamentação na década de 1990, que reduziu o controle regulatório sobre as tarifas e liberou as empresas para maior competição de preços, culminando nessa grande redução do preço médio das passagens.

**Figura 7 - Evolução da demanda doméstica (RPK), PIB e tarifa média no Brasil**



Fonte: ABEAR.

Um estudo econométrico realizado pela ABEAR em seu anuário de 2019 buscou encontrar, com precisão, a correlação entre demanda doméstica, PIB e tarifas médias. Regredindo a demanda (RPK), nas séries históricas do PIB e das tarifas médias (*yield*), conforme a **Equação 1**, é possível encontrar o quanto da variação da demanda é explicada por variações no PIB e nos preços médios.

#### **Equação 1**

$$\ln(RPK) = \beta_0 + \beta_1 \ln(PIB) + \beta_2 \ln(yield)$$

<sup>11</sup> ABEAR. **Panorama 2019 – O Setor Aéreo em Dados e Análises**. 2019.

Os resultados se deram como segue:

$$R^2 = 98,36\%; \beta_0 = -20,25; \beta_1 = 2,41; \beta_2 = -0,45$$

O coeficiente  $R^2$  indica que o modelo econométrico explica 98,36% da variação do RPK, comprovando que os coeficientes  $\beta$  são confiáveis. O coeficiente  $\beta_1$  indica que, para cada variação percentual marginal do PIB, a demanda varia 2,41% no mesmo sentido. Já o coeficiente  $\beta_2$  indica que, para cada 1% de variação nas tarifas médias, a demanda varia 0,45% no sentido inverso. Ou seja, se as tarifas aumentam 1%, a demanda diminui em 0,45%, e vice-versa.

Com isso, fica evidente que a demanda doméstica por viagens aéreas possui elasticidade-renda maior que a elasticidade-preço. Isto é, embora seja sensível às duas variáveis, a sensibilidade é maior em relação à renda da população, medida pelo crescimento econômico do país.

Em 2019, o Brasil foi o 5º país com maior volume de passageiros em voos domésticos no mundo, com 92 milhões de pessoas transportadas. No entanto, se dividirmos o volume de passageiros pela população nacional, vemos que as viagens aéreas possuem baixa penetração entre os brasileiros. O índice de viagens per capita no país, em 2019, ficou em torno de 0,5, contra 1,3 no Chile e 2,7 nos Estados Unidos.<sup>12</sup> Desse modo, em um cenário expansão da renda da população, há bastante espaço para o setor elevar a sua penetração, o que aumentaria consideravelmente o volume de passageiros e alavancaria as operações das empresas aéreas nacionais.

#### 2.3.4 Riscos

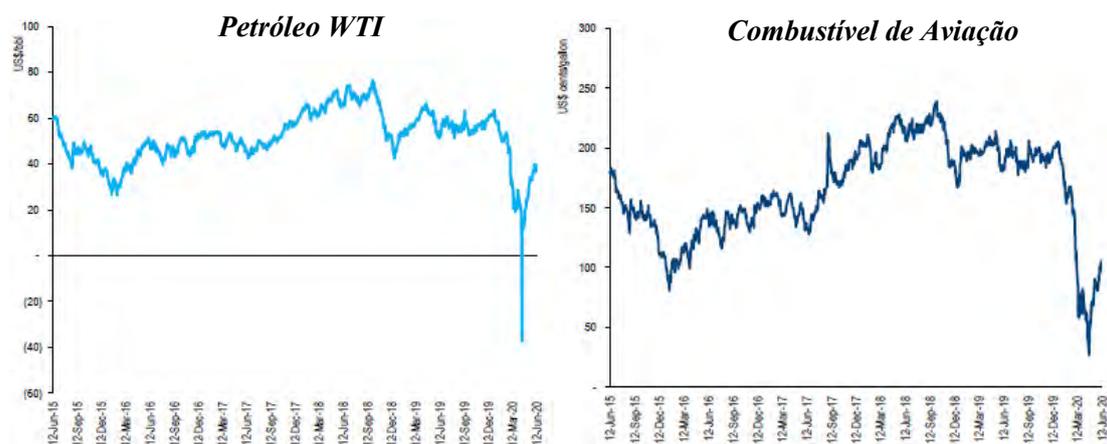
Como visto no tópico 2.1, não faltam exemplos de companhias aéreas malsucedidas. É relativamente comum ver grandes empresas do setor irem à falência após alguns anos de má gestão do negócio, o que demonstra a dificuldade de se operar nessa indústria. Os desafios enfrentados pelas companhias são diversos, obrigando-as a buscar sempre a excelência operacional. No entanto, há alguns riscos exógenos que não são gerenciáveis pelas empresas, deixando-as à mercê de variações no cenário macroeconômico, guerras e crises sanitárias, como a pandemia da Covid-19.

---

<sup>12</sup> De acordo com relatório do BTG Pactual, datado de 14 de junho de 2020.

Cerca de 30% das despesas de companhias aéreas vêm das despesas com combustível de aviação, cujos preços estão diretamente atrelados aos preços internacionais do petróleo. Dessa forma, os custos das empresas estão suscetíveis à volatilidade do mercado do óleo, que, por sua vez, é vulnerável à crises políticas mundiais e à influência da Opep (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), que é responsável por mais de 40% da produção global de petróleo.

**Figura 8 – Evolução dos Preços do Petróleo e Combustível de Aviação**



Fonte: BTG Pactual.

Ademais, as companhias também ficam vulneráveis à variação cambial, uma vez que os preços do petróleo são cotados em dólar. Além deles, os contratos de arrendamento (*leasing*) da frota – empresas aéreas, em geral, não são proprietárias das aeronaves, alugando-as de arrendadores – e grande parte do endividamento também são cotados na moeda americana. Com boa parte dos seus custos e dívidas atrelados ao dólar, empresas aéreas situadas em países com moedas emergentes, como o Brasil, ficam extremamente vulneráveis à desvalorização cambial.

Como mencionado anteriormente, o crescimento da demanda do setor é correlacionado com o crescimento econômico do país. Com isso, em cenários de recessão, a demanda se contrai em larga escala, prejudicando as operações das empresas aéreas. Em geral, viagens aéreas estão entre os primeiros bens a serem cortados pelos consumidores em tempos de restrição orçamentária mais apertada.

Por fim, o setor aéreo também está suscetível à crises que restrinjam o livre trânsito de pessoas, como em caso de guerras ou crises sanitárias. A crise global da pandemia da Covid-19 impactou violentamente as companhias aéreas, uma vez que a alta

transmissibilidade da doença levou diversos países a entrarem em quarentena, restringindo a movimentação de pessoas e reduzindo drasticamente as viagens aéreas ao redor do mundo. De acordo com um levantamento feito pelo site de monitoramento de voos *FlightRadar24*, a oferta semanal de voos no Brasil em março, quando entraram em vigor as primeiras medidas restritivas no país, teve contração de mais de 90% em relação ao ano anterior. Apenas em relação às viagens de lazer, a Organização Mundial do Turismo (OMT) estima que, entre janeiro e agosto de 2020, houve queda de 70% nas viagens internacionais no mundo.

### 3 A AZUL LINHAS AÉREAS S.A.

#### 3.1 História da Empresa

A Azul foi fundada em janeiro de 2008 pelo empresário David Neeleman. Nascido no Brasil e filho de norte-americanos, Neeleman cresceu nos Estados Unidos, onde iniciou seus negócios com a fundação da companhia aérea JetBlue. Ainda na América do Norte, ele fundou outras duas empresas aéreas: a Morris Air (EUA) e a WestJet (Canadá). Posteriormente, voltou ao Brasil para seguir seus empreendimentos no ramo da aviação civil, fundando a Azul.

A empresa nasceu sob uma ótica de operação *low cost* focada em rotas com baixa penetração das grandes empresas da época (GOL e TAM). Assim, a Azul iniciou suas atividades com voos para destinos sem concorrência relevante, operando aeronaves de pequeno porte da Embraer. Com capital inicial de U\$\$ 250 milhões, uma frota enxuta e gestão eficiente, a empresa foi capaz de ganhar escala rapidamente, assumindo participação relevante no mercado doméstico em menos de um ano de operação. Em dezembro de 2009, a Azul já era responsável por 4% da demanda doméstica de passageiros.

Em 2012, a Azul adquiriu a Trip, uma das maiores empresas regionais da América do Sul na época. Com o tempo para a aprovação do negócio pelo Cade (órgão antitruste do Brasil) e a captura de sinergias entre as duas empresas, a integração total dos dois negócios se concluiu em 2014. No mesmo ano, a Azul expandiu agressivamente a sua frota com a compra de cerca de 100 aeronaves de última geração da Embraer e da Airbus. Entre elas, a empresa adquiriu suas primeiras aeronaves *wide-body* Airbus A330, o que permitiu o início da operação internacional com voos para os Estados Unidos.

Nos anos seguintes, a companhia seguiu ganhando escala, passando a operar em rotas de alta densidade nas capitais brasileiras e rotas internacionais para os Estados Unidos e a Europa. Para alavancar seu crescimento, a Azul investiu em parcerias com grandes empresas aéreas ao redor do mundo, como a United Airlines (EUA) e a TAP (Portugal), fechando acordos de *codeshare* com essas empresas. A abertura de capital da Azul se deu em 2017, quando a empresa levantou US\$ 406 milhões em seu IPO na bolsa de valores

de São Paulo (B3). No mesmo ano, a empresa fez sua primeira oferta secundária de ações, levantando mais US\$ 362 milhões.

Atualmente, a empresa figura, ao lado de GOL e Latam, entre as três grandes companhias do setor, possuindo em torno de 35% do *market share* doméstico e 5% do internacional. Além disso, a Azul é líder de mercado em número de decolagens diárias, além de possuir uma operação de carga mais robusta que suas concorrentes – é líder em participação nesse segmento –. Em meio à pandemia da Covid-19, que elevou exponencialmente o volume do comércio eletrônico, a operação de carga da Azul se provou um diferencial importante da companhia frente a competição.

### 3.2 Frota e Organização do Grupo

A Azul atua no transporte de passageiros, carga e correio em rotas domésticas e internacionais. Para isso, a empresa conta com uma frota operacional de 164 aeronaves, sendo 162 de passageiros e duas de carga. A empresa concentra seus modelos nas fabricantes Airbus, Embraer e ATR, sendo os Airbus os de maior porte, enquanto os Embraer e ATR são utilizados em rotas regionais. Os ATR, por utilizarem motores turboélice, conseguem decolar de aeroportos com pistas extremamente curtas, que seriam inadequadas para aviões à jato, o que possibilita a Azul operar em aeroportos com pouca infraestrutura.

A opção da Azul por uma frota extremamente diversificada garante grande flexibilidade no ajuste da oferta, uma vez que permite a empresa alterar o tamanho das aeronaves que cumprem as rotas de acordo com a variação da demanda, além de possibilitar a operação em uma grande variedade de aeroportos e rotas. No entanto, a diversidade de modelos obriga a empresa a manter linhas de suprimentos com diversas fabricantes diferentes, o que eleva as despesas operacionais da companhia. A composição da frota operacional da Azul, ao final de 2020, se dá como mostra a **Tabela 1**.

***Tabela 1 - Frota da Azul***

| Modelo          | Quantidade de Aeronaves | Quantidade Aproximada de Assentos | Comprimento (m) | Velocidade de Cruzeiro (km/h) | Alcance Máximo (km) |
|-----------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------|---------------------|
| Airbus A330-300 | 9                       | 290                               | 63,6            | 1.061,9                       | 11.750              |

|                               |    |         |           |         |             |
|-------------------------------|----|---------|-----------|---------|-------------|
| Airbus<br>A330neo             | 2  | 300     | 63,6      | 1.061,9 | 13.334      |
| Airbus<br>A320neo/<br>A321neo | 45 | 180/220 | 37,5/44,5 | 1.012,5 | 6.300/7.400 |
| Embraer<br>E190/E195          | 49 | 114/124 | 36,2/38,6 | 1.012,5 | 4.537/4.260 |
| Embraer<br>E195-E2            | 7  | 146     | 38,6      | 1.012,5 | 4.815       |
| ATR 72                        | 33 | 78      | 27,1      | 510     | 1.404       |
| B737<br>Cargueiro             | 2  | 0       | ~ 33      | 950     | ~ 4.000     |
| Cessna<br>Caravan             | 17 | 14      | 11,5      | 344     | 1.070       |

Fonte: Azul, BTG Pactual, Airbus, Embraer, ATR e Cessna. Elaboração própria.

### 3.3 Composição Acionária

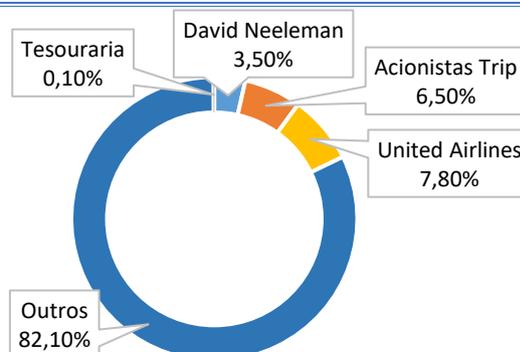
A estrutura acionária da Azul é bem diferente da estrutura tradicional vista na maioria das empresas de capital aberto. Nela, uma ação preferencial equivale a 75 ações ordinárias, de forma que o detentor de uma unidade da primeira tem direito à 75 vezes mais dividendos que o detentor da segunda. Contudo, as ações preferenciais não dão direito a voto no Conselho de Administração da empresa.

Entre as ações ordinárias, o fundador David Neeleman detém aproximadamente 67% dos papéis, o que o garante na posição de acionista controlador da companhia. Os antigos acionistas da Trip, empresa adquirida em 2012, são donos dos 33% restantes. Dessa forma, os acionistas minoritários não possuem assento no conselho, ficando de fora do processo de tomada de decisão da empresa.

Pela estrutura de capital peculiar, a distribuição de participação econômica entre os acionistas difere em grande escala da distribuição do controle da empresa. No volume total de papéis, considerando ações ordinárias e preferenciais, os dois acionistas controladores detêm apenas 3% das ações cada. Outros 8% pertencem à United Airlines, enquanto os 86% restantes estão em *free float* no mercado.

**Tabela 2 - Composição Acionária Azul**

|                 | Ações ON           | % ON        | Ações PN           | % PN        | Ações PN Ajustadas | % Poder Econômico |
|-----------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------------|
| David Neeleman  | 662.406.638        | 67,0%       | 3.853.897          | 1,2%        | 12.152.652         | 3,5%              |
| Acionistas Trip | 306.558.420        | 33,0%       | 18.231.040         | 5,5%        | 22.318.486         | 6,5%              |
| United Airlines | -                  | 0,0%        | 29.995.316         | 8,1%        | 26.995.316         | 7,8%              |
| Outros          | -                  | 0,0%        | 282.299.099        | 85,1%       | 282.299.009        | 82,1%             |
| Tesouraria      | -                  | 0,0%        | 265.462            | 0,1%        | 265.462            | 0,1%              |
| <b>Total</b>    | <b>968.965.058</b> | <b>100%</b> | <b>331.644.724</b> | <b>100%</b> | <b>344.030.925</b> | <b>100%</b>       |



Fonte: Azul. Elaboração própria.

### 3.4 Governança Corporativa

Assim como a GOL, a Azul é listada no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, o que a leva a seguir diversas boas práticas de governança. A empresa deve manter, pelo menos, 25% das suas ações em circulação no mercado (*free float*) e garantir o direito de *tag along* de 100% aos acionistas minoritários. A Azul ainda se compromete a manter áreas de *compliance* e auditoria e ter mais de 20% de seu Conselho de Administração composto por conselheiros independentes.

A direção da Azul é chefiada pelo Diretor-Presidente John Rodgerson, executivo norte-americano que está na empresa desde a sua fundação, tendo anteriormente atuado como Diretor Financeiro. Antes da Azul, trabalhou como Diretor de Planejamento da JetBlue entre 2003 e 2008. Os demais cargos da direção são ocupados por Alexandre Malfitani (Diretor Financeiro), Antonio Costa (Diretor Operacional) e Abhi Shah (Diretor de Receitas), todos com vasta experiência em empresas do setor aéreo.

## 4 A GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.

### 4.1 História da Empresa

A GOL foi fundada em agosto de 2000 pelo empresário Constantino de Oliveira Júnior e seus três irmãos, com a razão social “GOL Transportes Aéreos Ltda”. A ideia por trás do nome era que fosse uma palavra monossilábica, de fácil pronúncia e que remetesse ao Brasil. A empresa começou a operar no dia 15 de janeiro de 2001, em um voo inaugural ligando o Aeroporto Internacional de Brasília ao Aeroporto de Congonhas, em São Paulo. Quinze dias depois, no dia 30 de janeiro, entrou em operação o serviço de carga da companhia, a Gollog, que começou a transportar mercadorias no compartimento de carga das aeronaves comerciais. Em 17 de março de 2002, a GOL entrou na rota mais concorrida do país, iniciando as operações na ponte aérea Rio-São Paulo, que é até hoje uma das rotas mais importantes da companhia.

A empresa foi a primeira no Brasil a adotar o conceito de *low cost* (baixo custo), onde o passageiro dispõe de tarifas mais baratas, mas não tem direito a serviços adicionais que eram habitualmente fornecidos pelas companhias, como pratos quentes e bebidas alcoólicas gratuitas. No início de sua operação comercial, a GOL chamou atenção ao oferecer o voo Rio de Janeiro-São Paulo por R\$ 79,00, o que era cerca de 60% mais barato que o valor médio cobrado naquele período. A companhia também se destacou por ser uma das primeiras a utilizar amplamente o meio digital em suas atividades, contando desde 2003 com serviço de check-in e venda de passagens pela internet.

Em 2004, a GOL abriu o seu capital, realizando a oferta pública inicial de ações nas bolsas de São Paulo (Bovespa) e Nova York (NYSE). No IPO, foram vendidas 33.050.000 ações preferenciais, com capitalização total de mais de R\$ 878 milhões. Em dezembro do mesmo ano, a companhia estreou os voos internacionais, iniciando a rota entre São Paulo e Buenos Aires. Alguns meses depois foram introduzidas rotas para Santa Cruz de La Sierra (Bolívia), Santiago (Chile) e Lima (Peru).

Um dos momentos mais difíceis da companhia se deu após o acidente fatal do voo GOL 1907, em 2006, que foi contado no **Capítulo 2**. Em meio a crise do apagão aéreo que se alastrou após o desastre, o lucro líquido da GOL em 2007 registrou uma queda de 60% em relação ao ano anterior, indo de R\$ 684,47 milhões para R\$ 268,53 milhões. Entre a

data do acidente e o final de 2007, auge do apagão, as ações da GOL despencaram mais de 40%. A forte queda continuou nos anos seguintes, devido a continuidade da crise no setor e a crise financeira de 2008. O papel da companhia acumulou uma desvalorização de cerca de 90% até meados de 2009, quando o setor começou a se recuperar.

Em março de 2007, a GOL realizou a aquisição da falida Varig por US\$ 275 milhões, assumindo a frota e as operações sob a famosa marca. Posteriormente, a marca foi incorporada à GOL. Em 2011, foi a vez da Webjet ser comprada pela companhia, em um negócio de R\$ 96 milhões. Tais aquisições, aliadas aos constantes investimentos na expansão e modernização da frota, levaram a GOL a assumir uma posição cada vez mais consolidada no mercado interno.

Atualmente, a empresa é responsável por cerca de 35% da demanda doméstica de passageiros. A GOL sustentou a liderança de mercado no segmento ao longo de grande parte da última década, mas, em meio à contração da indústria durante a pandemia da Covid-19, a empresa foi ultrapassada pela Azul no início de 2021.

## 4.2 Frota e Organização do Grupo

As atividades principais da companhia consistem no transporte de passageiros e, em menor escala, transporte de carga. Para isso, a GOL conta com uma frota de 122 aeronaves, todas do modelo Boeing 737, em diferentes versões, conforme a **Tabela 3**. A opção da companhia de compor a frota inteiramente com um único modelo garante economias nos custos de manutenção e logística de *supply chain*. A estratégia é oposta à adotada pela Azul, que aposta em uma frota diversificada para ter maior flexibilidade no ajuste entre oferta e demanda. Além disso, a operação exclusiva do 737, que possui alcance máximo de 6,5 mil quilômetros, impede a GOL de realizar voos intercontinentais, limitando sua operação internacional à destinos na América do Sul.

A empresa opera em mais de 60 destinos nacionais, incluindo todas as capitais brasileiras, além de 11 destinos internacionais<sup>13</sup>. Os principais *hubs* da companhia são os aeroportos de Guarulhos (São Paulo), Galeão (Rio de Janeiro) e Juscelino Kubitschek (Brasília).

---

<sup>13</sup> Durante a pandemia, por conta do fechamento de fronteiras de países sul-americanos, a GOL suspendeu temporariamente todas as rotas internacionais.

**Tabela 3 - Frota da GOL**

| Modelo           | Quantidade de Aeronaves | Quantidade Aproximada de Assentos | Comprimento (m) | Velocidade de Cruzeiro (km/h) | Alcance Máximo (km) |
|------------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------|---------------------|
| Boeing 737-700   | 24                      | 138                               | 33,6            | 956                           | 5.570               |
| Boeing 737-800   | 91                      | 186                               | 39,5            | 966                           | 5.440               |
| Boeing 737-8 MAX | 7                       | 186                               | 39,5            | 860                           | 6.500               |

Fonte: GOL. Elaboração própria.

Além das operações de transporte aéreo, a GOL também possui a GOL Finance e GOL Finance Cayman, que representam o braço financeiro do grupo, a GAC, responsável pelas operações de logística, e a Smiles, empresa de fidelização e milhagem. A estrutura do grupo é apresentada na **Figura 9 - Composição do Grupo**.

**Figura 9 - Composição do Grupo GOL**

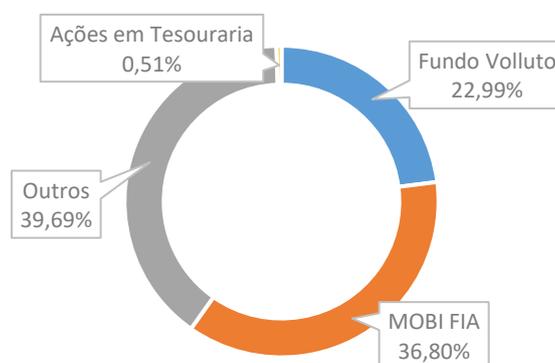
Fonte: GOL | Relações com Investidores

### 4.3 Composição Acionária

A composição acionária da GOL é dividida majoritariamente entre a família Constantino, fundadora da empresa, e acionistas minoritários. A participação dos Constantino se dá através de dois fundos de investimento próprios da família. O primeiro, Fundo Volluto, detém todas as ações ordinárias (que dão direito a voto) da empresa. O segundo, MOBI, possui 47,79% das ações preferenciais, que tem preferência no recebimento de dividendos. O restante está pulverizado entre diversos agentes no mercado. Até recentemente, a companhia aérea norte-americana Delta Airlines detinha cerca de 12% das ações preferenciais, mas optou por vender toda a sua participação na empresa brasileira em dezembro de 2019.

**Tabela 4 - Composição Acionária GOL**

|                     | Ações ON             | % ON           | Ações PN           | % PN           | Ações PN Ajustadas | % Poder Econômico |
|---------------------|----------------------|----------------|--------------------|----------------|--------------------|-------------------|
| Fundo Volluto       | 2.863.682.150        | 100,00%        | -                  | 0,00%          | 81.819.490         | 22,99%            |
| MOBI FIA            | -                    | 0,00%          | 130.953.776        | 47,79%         | 130.953.776        | 36,80%            |
| Outros              | 560                  | 0,00%          | 141.246.447        | 51,55%         | 141.246.463        | 39,69%            |
| Ações em Tesouraria | -                    | 0,00%          | 1.824.034          | 0,67%          | 1.824.034          | 0,51%             |
| <b>Total</b>        | <b>2.863.682.710</b> | <b>100,00%</b> | <b>274.024.257</b> | <b>100,00%</b> | <b>355.843.763</b> | <b>100,00%</b>    |



Fonte: GOL | Relações com Investidores. Elaboração própria.

#### 4.4 Governança Corporativa

A companhia é listada no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, o que a obriga a seguir determinadas regras de boas práticas em governança. Primeiramente, os papéis da empresa devem possuir direito de *tag along* de 100%, garantindo proteção aos acionistas minoritários caso o controle da companhia seja comprado por um novo investidor. O mecanismo dá a todos os acionistas, minoritários ou não, o direito de vender suas ações pelo mesmo preço ao novo controlador. A GOL também deve possuir áreas de auditoria e compliance, além de um conselho de administração com, no mínimo, 20% de conselheiros independentes com mandato unificado. O Nível 2 também garante que a empresa mantenha, pelo menos, 25% das suas ações em circulação no mercado.

O Conselho de Administração da GOL possui nove membros, sendo cinco destes independentes. Os membros são eleitos na Assembleia Geral Ordinária da empresa para

mandatos de um ano, com direito a reeleição. O conselho, por sua vez, elege a Diretoria Executiva, que fará a gestão efetiva da companhia. Os diretores também possuem mandato de um ano, podendo ser afastados pelo conselho antes do término.

A diretoria executiva da GOL é composta por Paulo Sergio Kakinoff (Diretor Presidente), Richard Lark Jr. (Diretor Financeiro), Eduardo José Bernardes Neto (Diretor de Vendas e Marketing) e Celso Guimarães Ferrer Junior (Diretor Operacional). Kakinoff está na presidência da companhia desde 2012, tendo antes sido membro do Conselho de Administração por dois anos. Previamente a sua entrada na GOL, trabalhou na indústria automobilística por cerca de 18 anos, com passagens por Volkswagen e Audi (ambas do Grupo Volkswagen), incluindo a presidência da última. Os demais membros da diretoria estão na GOL há mais de 10 anos, exercendo diversas funções no campo administrativo e operacional.

## 5 A LATAM AIRLINES

### 5.1 História da Empresa

A TAM (Táxi Aéreo Marília) foi fundada em 1961 por um grupo de pilotos na cidade de Marília (SP), operando voos regionais nos estados de São Paulo e Paraná. Na década de 1970, a empresa ganhou a concessão de operação do SITAR no Centro-Oeste, expandindo as suas operações para a região. No mesmo período, o negócio foi comprado pelo empresário Orlando Ometto, que levou a sede da empresa para São Paulo e iniciou os planos para a expansão das operações ao patamar nacional.

Na década de 1990, a TAM entrou na Ponte Aérea Rio-São Paulo e iniciou a oferta de voos internacionais para os Estados Unidos e a Europa, consolidando a sua presença no mercado brasileiro. Já no século XXI, a companhia se beneficiou da derrocada da Varig e da VASP para ampliar a sua relevância no mercado, preenchendo o espaço deixado pelas antigas líderes de mercado.

Em 17 de julho de 2007, a companhia sofreu o pior acidente aéreo da sua história, quando um Airbus A320, que percorria a rota entre Porto Alegre e São Paulo, derrapou na pista ao pousar no Aeroporto de Congonhas (SP) e colidiu com um prédio, matando 199 pessoas. A tragédia ocorreu durante a crise do Apagão Aéreo, contribuindo para elevar as contestações sobre a precariedade de infraestrutura do setor aéreo brasileiro, conforme foi discutido no capítulo anterior.

Em 2010, a TAM anunciou a sua fusão com a LAN Chile, na intenção de formar a maior companhia aérea da América Latina. O acordo foi formalmente assinado em 2011 e, até 2016, as duas empresas seguiram operando com as próprias marcas. No mesmo ano, a marca LATAM e o novo logotipo foram apresentados, concluindo a unificação dos negócios e, conseqüentemente, extinguindo as marcas TAM e LAN. Apesar de o negócio ter sido tratado como uma fusão, a LAN Chile se tornou a holding controladora do novo grupo, enquanto a TAM foi incorporada como uma subsidiária. As ações da TAM na Bolsa de Valores de São Paulo foram retiradas de circulação e o capital do novo grupo foi concentrado na Bolsa de Valores de Santiago, no Chile.

A Latam Airlines Brasil herdou a estrutura e da TAM e manteve a sua relevância no mercado brasileiro ao longo da década de 2010, disputando a liderança do mercado

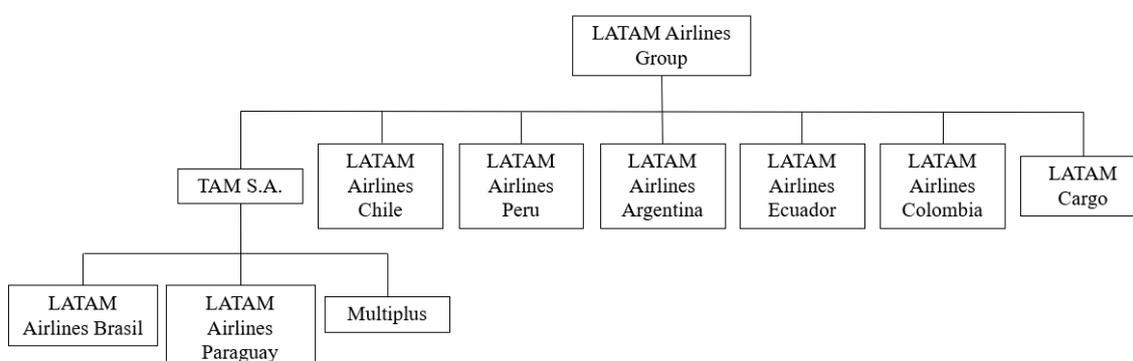
doméstico com a GOL e mantendo larga liderança no mercado internacional entre as empresas brasileiras. Contudo, em 2020, a crise provocada pela pandemia da Covid-19 impactou fortemente as operações da empresa, o que culminou na abertura de um processo de recuperação judicial nos Estados Unidos. Os impactos da pandemia e as implicações do processo de recuperação judicial serão aprofundados nos próximos capítulos.

## 5.2 Frota e Organização do Grupo

As operações da Latam consistem no transporte de passageiros, carga e correio em rotas domésticas – tanto Brasil no quanto nos demais países do grupo – e internacionais. A fusão entre a TAM e a LAN Chile originou a estrutura societária apresentada na **Figura 10**, no qual a LAN se tornou a holding LATAM Airlines Group e a TAM foi incorporada como subsidiária e controladora dos seus antigos negócios de passageiros no Brasil e Paraguai e do programa de fidelidade Multiplus.

As subsidiárias da Latam funcionam com grande independência operacional, de forma que os voos da Latam Brasil são realizados apenas por tripulações brasileiras em aviões matriculados sob a bandeira nacional. O mesmo ocorre com a subsidiária chilena e as demais divisões sul-americanas do grupo. Contudo, o intercâmbio de tripulações e aeronaves entre as subsidiárias ocorre pontualmente em determinadas ocasiões, sobretudo na substituição temporária de aparelhos em manutenção ou em problemas com as equipes locais.

**Figura 10 - Estrutura Societária Simplificada da Latam**

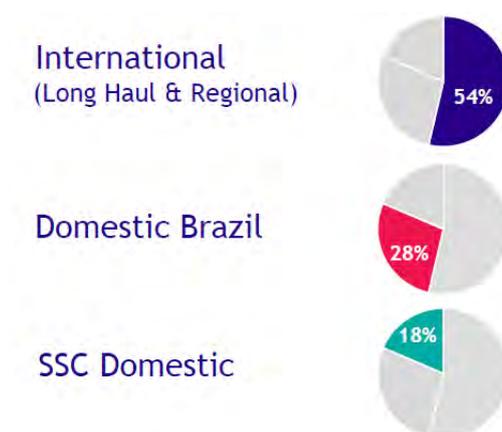


Fonte: Latam. Elaboração própria.

As subsidiárias Latam Airlines Brasil e Latam Airlines Chile, respectivas sucessoras da TAM e da LAN, são as duas mais importantes divisões, sendo a brasileira a maior delas.

A divisão, sozinha, corresponde por 28% da oferta doméstica do grupo, sendo maior que a soma de todas as outras divisões sul-americanas, como mostra a **Figura 11**. A oferta de voos internacionais, operada por todas as subsidiárias, representa 54% da capacidade total do grupo e é o segmento de operações mais relevante da empresa. Como será analisado nos capítulos seguintes, a relevância do mercado internacional na demanda da Latam se tornou um grande problema durante a crise da Covid-19.

**Figura 11 - Divisão da Capacidade do Grupo Latam entre Regiões (2019)**



Fonte: Latam

Para atender à sua demanda, o Grupo Latam conta com a maior frota de aeronaves da América Latina, com 295 aparelhos, conforme a **Tabela 5 - Frota da Latam**, sendo 217 *narrow-bodies* e 78 *wide-bodies*. A grande quantidade de aviões opera pelas oito subsidiárias, sendo a maioria destinada aos braços chileno e brasileiro. Por conta da crise provocada pela pandemia, a Latam iniciou um plano de redução de frota, se desfazendo de diversos aparelhos. Dessa forma, a composição da frota se alterará constantemente ao longo dos próximos anos.

**Tabela 5 - Frota da Latam**

| Modelo               | Quantidade de Aeronaves | Quantidade Aproximada de Assentos | Comprimento (m) | Velocidade de Cruzeiro (km/h) | Alcance Máximo (km) |
|----------------------|-------------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------------------|---------------------|
| Airbus A319-100      | 45                      | 144                               | 33,8            | 850                           | 6.950               |
| Airbus A320/A321-200 | 160                     | 168/220                           | 37,6/44,5       | 850                           | 6.200               |

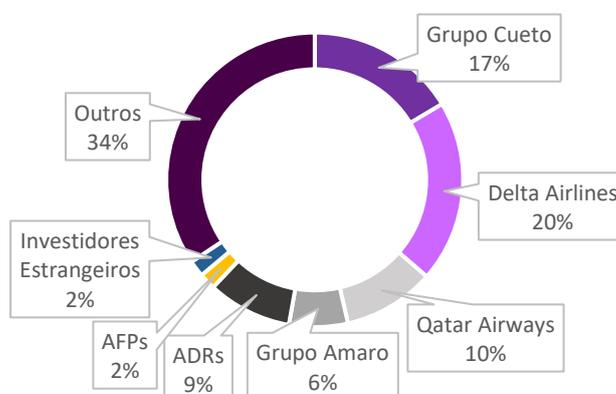
|                               |    |         |           |     |         |
|-------------------------------|----|---------|-----------|-----|---------|
| Airbus A320neo                | 12 | 174     | 37,6      | 830 | 6.300   |
| Airbus A350-900 <sup>14</sup> | 7  | 348     | 66,8      | 905 | 15.000  |
| Boeing 767-300                | 28 | 238     | 54,2      | 869 | ~12.000 |
| Boeing 777-300ER              | 10 | 362     | 73,9      | 896 | 13.649  |
| Boeing 787-8/9                | 22 | 247/313 | 56,6/62,8 | 913 | 13.530  |
| Boeing 767-300F (Cargo)       | 11 | 0       | 54,2      | 896 | ~12.000 |

Fonte: Latam, Airbus, Boeing e Simple Flying. Elaboração própria.

### 5.3 Composição Acionária

A composição acionária da Latam é fragmentada entre diversos agentes, como mostra a **Figura 12**. Primeiro, deve-se destacar a participação familiar dos fundadores da TAM e da LAN Chile, representadas pelos grupos Amaro (6%) e Cueto (17%), respectivamente. Os membros da família Amaro não foram fundadores da TAM, mas são sócios muito antigos, que entraram junto com o empresário Orlando Ometto quando ele comprou a companhia.

**Figura 12 - Composição Acionária da Latam**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

<sup>14</sup> Em processo de desativação.

Entre os demais sócios da Latam estão duas das maiores companhias aéreas do mundo, a norte-americana Delta Airlines e a catariana Qatar Airways, com 20% e 10% de participação, respectivamente. O restante das ações da companhia estão distribuídos entre investidores menores, com 34% do total em circulação na Bolsa de Valores de Santiago e outros 9% em circulação na bolsa americana, na forma de ADRs.

#### **5.4 Governança Corporativa**

A diretoria do Grupo Latam é comandada pelo presidente Roberto Alvo, que está no cargo desde março de 2020, quando Enrique Cueto Plaza deixou a companhia. Antes de assumir a presidência, Alvo era vice-presidente comercial do grupo, estando presente na LAN/Latam há cerca de 20 anos. O restante da diretoria é composta pelo vice-presidente de finanças Ramiro Alfonsín e os demais vice-presidentes Paulo Miranda, Marty Saint George, Juan Carlos Menció, Hernan Pasman e Emilio del Real.

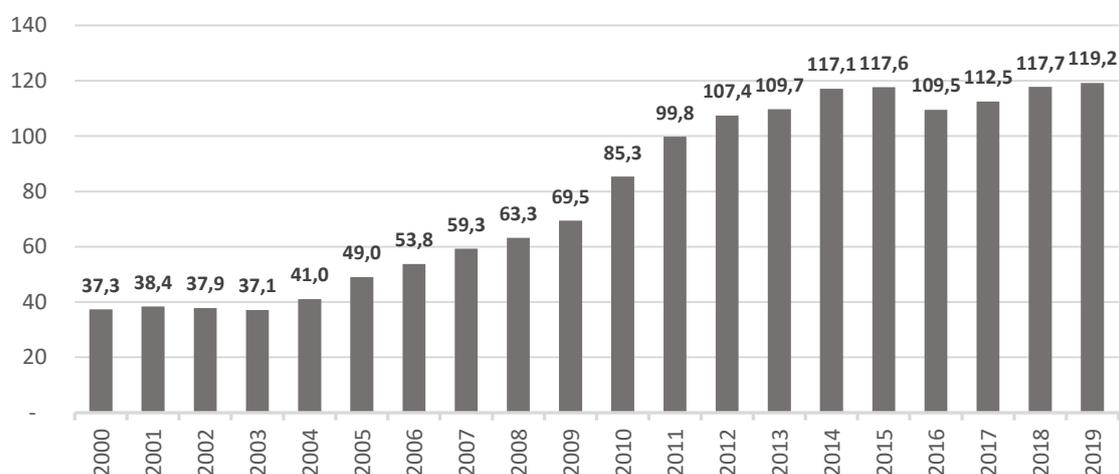
## 6 O IMPACTO DA COVID-19 NO SETOR AÉREO

### 6.1 A consolidação do mercado na última década

O início do século XXI foi marcado por um crescimento acelerado da demanda por viagens aéreas no Brasil, impulsionado pela combinação de crescimento econômico do país com queda de tarifas médias. Entre 2004 e 2011, o volume de passageiros cresceu à uma taxa anual de 11,8%, enquanto a demanda total do setor, em RPKs, cresceu, em média, mais de 12% ao ano no mercado doméstico. Tal expansão foi liderada pelas duas grandes empresas aéreas brasileiras da época, GOL e Latam (anteriormente TAM), que aumentaram suas capacidades agressivamente para atender à aquecida procura.

Com a chegada da década de 2010, a demanda começou a mostrar sinais de desaceleração, marcando um ponto de inflexão importante para as companhias. Depois de oito anos de crescimento acentuado, o setor observou uma variação positiva de apenas 1% entre 2012 e 2013, indicando que o período de euforia estava acabando. A **Figura 13** mostra a evolução do volume total de passageiros transportados no Brasil de 2000 a 2019.

*Figura 13 - Volume de Passageiros Transportados no Brasil (milhões)*



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

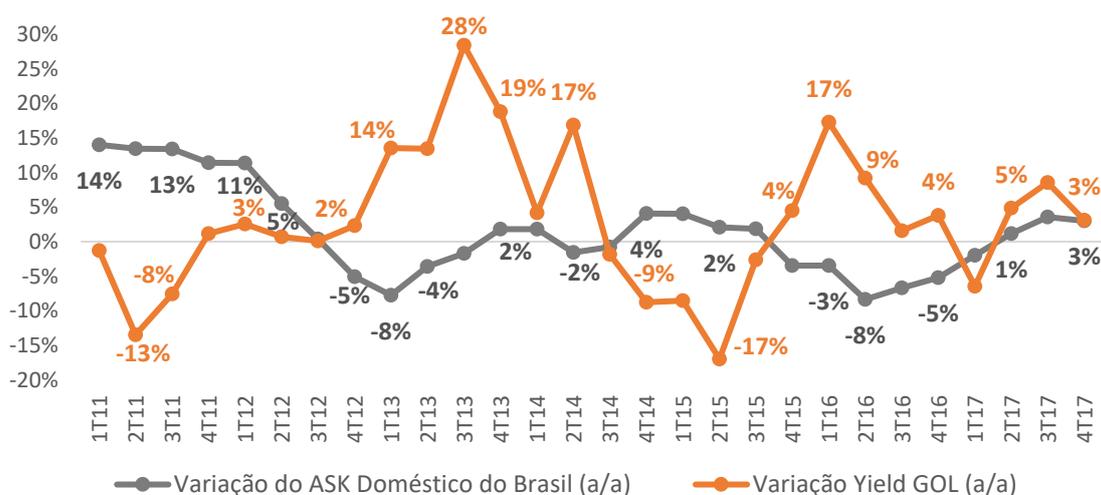
A mudança no panorama do mercado obrigou as companhias aéreas a ajustarem suas estratégias para se adaptarem ao novo cenário. A partir de 2012, após o grande volume de oferta adicionada durante o período de crescimento, o setor passou a enxergar um desequilíbrio entre oferta e demanda, marcado pelo grande excesso de capacidade das companhias. Estando a oferta muito maior que a demanda, a taxa de ocupação das aeronaves diminuiu, prejudicando a rentabilidade dos voos ao impossibilitar a diluição

dos custos fixos. A necessidade de ajustar a oferta e melhorar a rentabilidade levou as companhias aéreas a adotarem estratégias diferentes na gestão de seus negócios, o que implicaria futuramente em uma mudança na dinâmica do mercado.

Tanto a GOL quanto a Latam optaram por uma estratégia de racionalização da oferta, iniciando sucessivos cortes de capacidade com a extinção de rotas menos rentáveis e redução do ritmo de compra de novas aeronaves. Além disso, ambas buscaram melhorar a margem de lucro aumentando os preços e a taxa de ocupação dos aviões. Destaca-se que a necessidade de melhorar as margens do negócio não veio apenas pela desaceleração da demanda. Após anos de volumosos investimentos em expansão de frota e oferta, GOL e Latam se encontraram em níveis de endividamento extremamente elevados, tornando essencial um processo de desalavancagem para melhorar a saúde dos seus balanços financeiros.

A **Figura 14** exhibe a estratégia de racionalização e precificação adotada a partir de 2012, por meio da variação da capacidade total do mercado doméstico brasileiro e da receita unitária por passageiro (*yield*) da GOL (a Latam não divulga dados financeiros separados da divisão brasileira, portanto a receita unitária da GOL servirá como proxy para o movimento realizado pelas duas empresas). GOL e Latam lideraram a contração da oferta total do mercado com cortes sucessivos entre o quarto trimestre de 2012 e o terceiro trimestre de 2013, estabilizando a capacidade a partir do final do mesmo ano.

**Figura 14 - Crescimento Trimestral de Capacidade e Yield do Setor (2011-2017)**

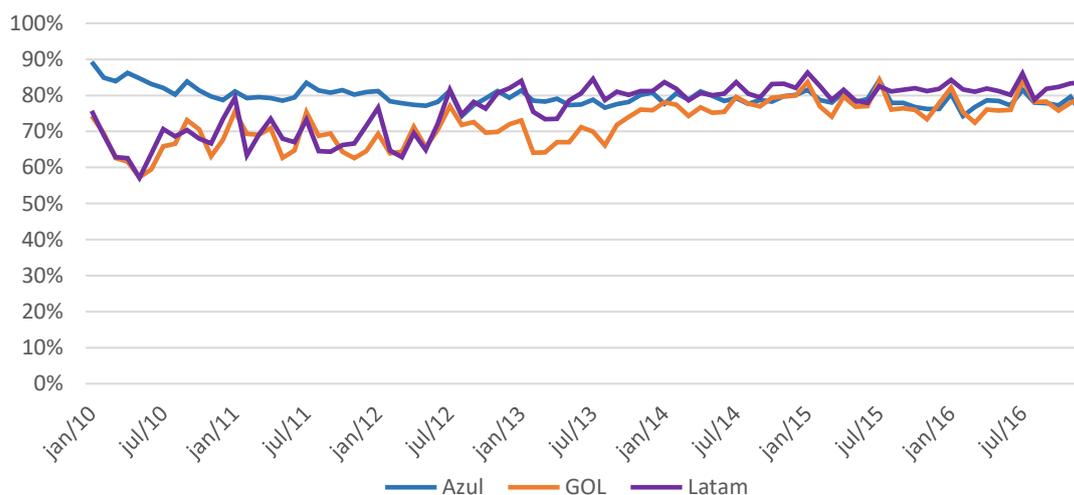


Fonte: ANAC e GOL. Elaboração própria.

Além de reduzir os custos com a malha aérea, a restrição da capacidade do setor doméstico permitiu que as duas empresas realizassem diversos aumentos de preço, o que ajudou a melhorar a rentabilidade dos voos.

Como observado, a racionalização da oferta aliou-se também à necessidade da GOL e da Latam de elevarem a taxa de ocupação dos seus voos. Como visto no tópico 2.3.2, manter a ocupação alta é essencial para a sustentabilidade do negócio, uma vez que uma aeronave possui custos fixos extremamente elevados. Até 2013, pelo excesso de capacidade em operação, era comum a manutenção de taxas de ocupação entre 60% e 70% em média, o que tornava o voo pouco rentável. Como mostra a **Figura 15**, com os cortes de oferta iniciados em 2012, GOL e Latam conseguiram elevar a ocupação de seus aviões para o intervalo de 70% a 80%, melhorando a margem de lucro da operação conjuntamente com os aumentos de preço.

**Figura 15 - Taxa de Ocupação Média dos Voos Domésticos (2010-2016)**



Fonte: ANAC e GOL. Elaboração própria.

A contração do setor foi ampliada pela crise econômica atravessada pelo país entre o final de 2014 e o início de 2016. Primeiramente, a situação financeira das companhias aéreas se deteriorou com a depreciação do real frente ao dólar americano. É comum que empresas aéreas possuam grande sensibilidade à variação cambial, uma vez que grande parte dos custos estão atrelados aos preços internacionais de combustíveis e o endividamento atrelado ao *leasing* de aeronaves – que se dá no mercado internacional –. Entre dezembro de 2014 e dezembro de 2015, a taxa de câmbio dólar-real foi de aproximadamente R\$ 2,50 para R\$ 3,80, um aumento de 51% ano contra ano. Com

despesas e dívidas atreladas ao dólar e receitas atreladas ao real, a grande depreciação da moeda brasileira formou uma combinação perigosa de crescimento de despesas e contração de receita.

Além do efeito cambial, a recessão vista no Brasil em 2014 e 2015 intensificou o arrefecimento da demanda por viagens aéreas, que já havia dado sinais de desaceleração em 2012 e 2013. Com o choque negativo pelo lado dos consumidores, mais uma vez foi necessário um ajuste contracionista por parte da oferta. Os anos de 2015 e 2016 foram marcados novamente por grandes cortes de capacidade das companhias aéreas, que, ao longo dos meses, reduziram a oferta de assentos de 5% a 10% em relação ao ano anterior – que já estava com capacidade reduzida –. Simultaneamente, a disparada das despesas com combustíveis e *leasing* levaram à uma nova rodada de aumentos de preço, de modo a preservar o balanço financeiro das empresas.

Apesar de o mercado doméstico ter ficado relativamente estagnado ao longo de toda a década de 2010, a Azul<sup>15</sup> foi em direção oposta. Ainda uma empresa jovem e regional, com menos de 10% de participação no mercado, a companhia de David Neeleman aproveitou o momento de racionalização do setor para acelerar o crescimento e ganhar relevância no mercado nacional. Enquanto as concorrentes cortaram e, posteriormente, estagnaram suas capacidades, a Azul expandiu a oferta em ritmo de mais de 20% ao ano. Em valores acumulados, a oferta de assentos da empresa aumentou 613,5% entre janeiro de 2010 e dezembro de 2019, enquanto GOL e Latam cresceram apenas 18,5% e 7,7%, respectivamente.

Tal crescimento acelerado foi, inclusive, contestado pelas concorrentes. Agentes do setor alegaram que a estratégia da Azul poderia prejudicar a indústria como um todo ao provocar um excesso de oferta que reeditaria o problema enfrentado pela indústria em 2013. A sobre-capacidade também poderia naturalmente reduzir o preço médio das tarifas por conta de desequilíbrio entre oferta e demanda, o que prejudicaria a rentabilidade e a recuperação de margens do setor.

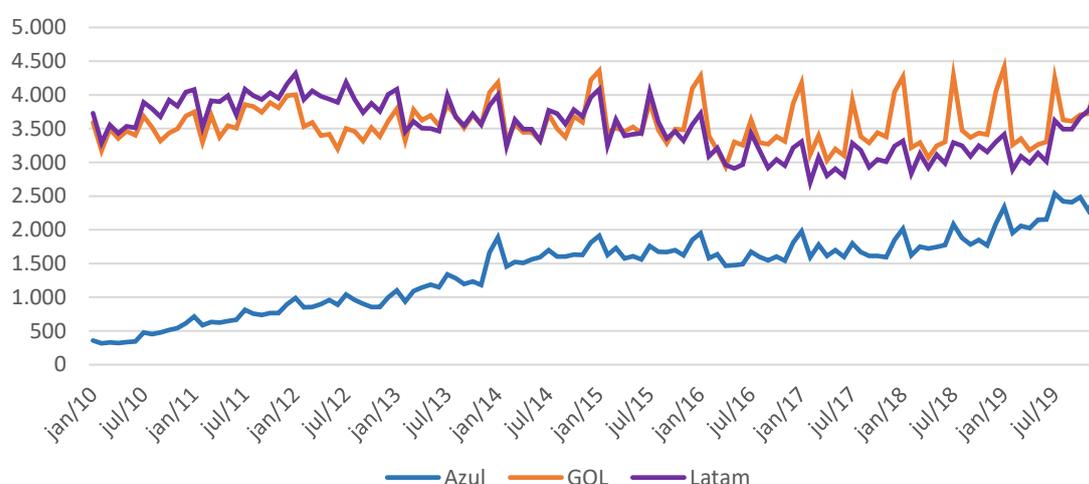
A rápida expansão da Azul foi amparada pela estratégia de se posicionar prioritariamente em rotas com baixa penetração de outras empresas, evitando a elevada concorrência dos

---

<sup>15</sup> A Avianca também teve participação relevante na expansão da oferta do setor entre 2010 e 2018, mas, por ter tido sua falência declarada em 2019, a empresa não é objeto deste trabalho e não terá o seu desempenho analisado.

trajetos entre grandes capitais e, conseqüentemente, guerras de preços que seriam insustentáveis para uma nova entrante no mercado. Durante todo o seu período de crescimento, a Azul foi a única operadora em mais de 70% das rotas, e só deu mais atenção aos trajetos de grande movimento após ganhar nível considerável de escala. A redução do gap de capacidade da Azul para as concorrentes ao longo dos anos pode ser vista na **Figura 16**, que mostra a evolução da oferta de assentos (ASK) das três maiores empresas na última década.

**Figura 16 - Evolução da capacidade do mercado doméstico brasileiro entre 2010 e 2019 (ASK milhões)**

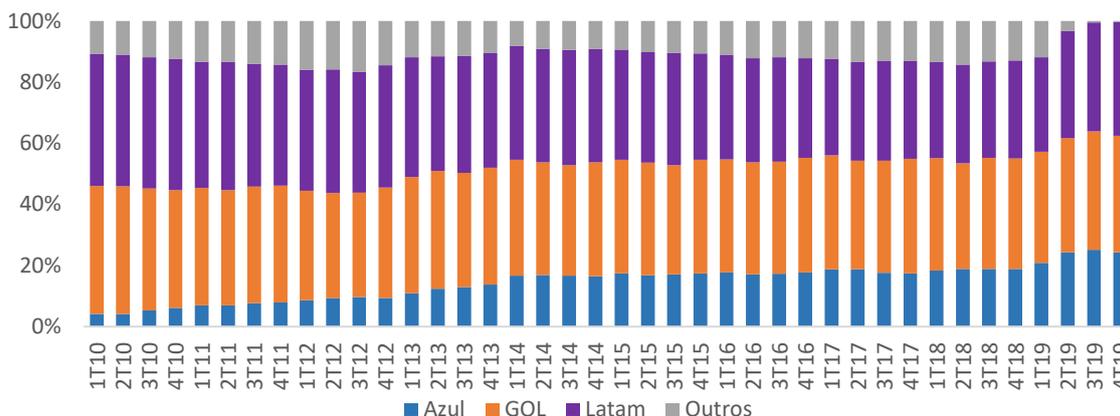


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

As diferentes estratégias de crescimento adotadas pelas empresas do setor resultaram na constante mudança da divisão do mercado doméstico. A agressiva expansão de capacidade da Azul em meio ao período de racionalização da GOL e da Latam à levou a ganhar espaço relevante no mercado, saindo dos 5% de *market share* em 2010 para mais de 20% em 2019. A **Figura 17** mostra a evolução da divisão do mercado doméstico pelo lado da oferta até o final de 2019.

De maneira geral, o setor como um todo passou por um processo de consolidação, no qual as grandes empresas absorveram ou expulsaram novas entrantes do mercado. Foi o caso das companhias regionais Trip e Webjet, compradas por Azul e GOL, respectivamente, e da Avianca, que quebrou em 2019. Dessa forma, o setor conseguiu acomodar o crescimento de relevância da Azul sem uma perda correspondente de *share* das outras duas grandes empresas.

**Figura 17 - Evolução do Capacity Share Doméstico (ASK milhões)**

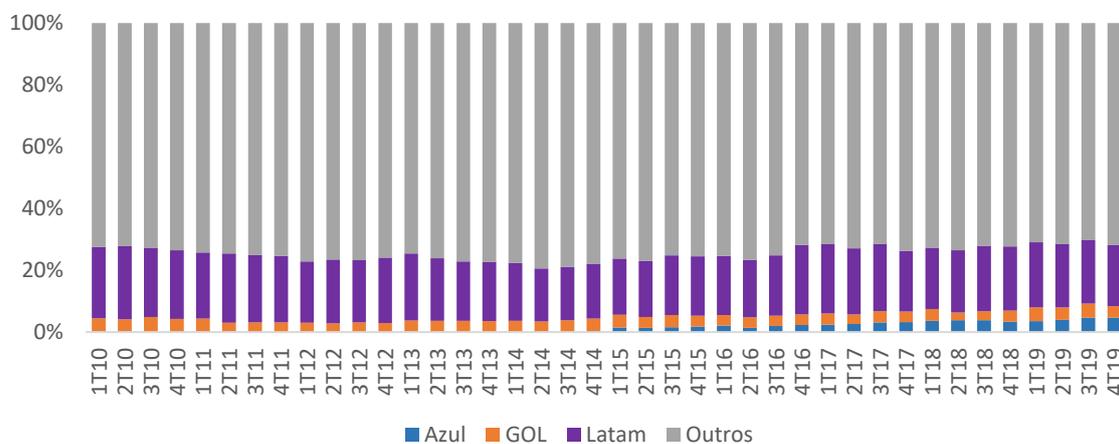


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Enquanto a consolidação do mercado doméstico levou a indústria a chegar às vésperas da pandemia com as três grandes empresas dividindo a totalidade do mercado, nos segmentos de viagens internacionais e transporte de cargas, a situação foi um pouco diferente.

No mercado de voos internacionais, embora a maior parte do volume seja operado por companhias estrangeiras, a Latam manteve ampla liderança entre as empresas brasileiras, fruto de uma frota mais robusta de aeronaves *wide-body* e uma orientação estratégica da empresa. Mais de 40% da oferta da companhia é destinada a operação internacional, contra 23% da Azul e apenas 11% da GOL (**Figura 6**). As duas, apesar de manterem operações internacionais, as tratam como complementares, focando suas atividades no mercado doméstico. A evolução da divisão do mercado brasileiro de voos internacionais se dá na **Figura 18**.

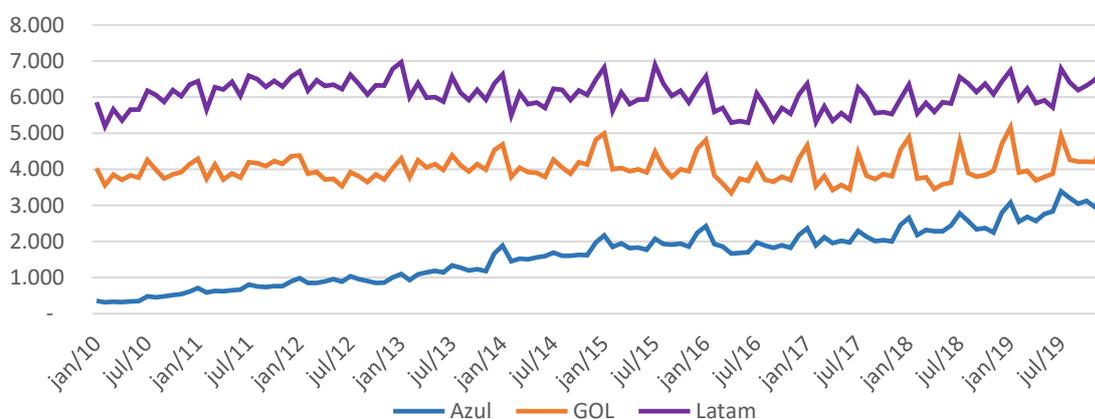
**Figura 18 - Evolução do Capacity Share Internacional (ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Com isso, em capacidade absoluta, somando-se a oferta doméstica e internacional, a Latam se manteve no posto de maior companhia aérea brasileira ao longo de toda a década de 2010. Essa posição pode ser observada na **Figura 19**, que mostra a evolução dos ASKs totais das três grandes companhias aéreas brasileiras. Além da liderança da Latam, nota-se que, ao incluir a capacidade internacional na participação de mercado, o *gap* entre Azul e GOL diminuiu, devido a operação mais robusta da primeira neste segmento.

**Figura 19 - Evolução da Capacidade Total das Companhias Aéreas Brasileiras entre 2010 e 2019 (ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

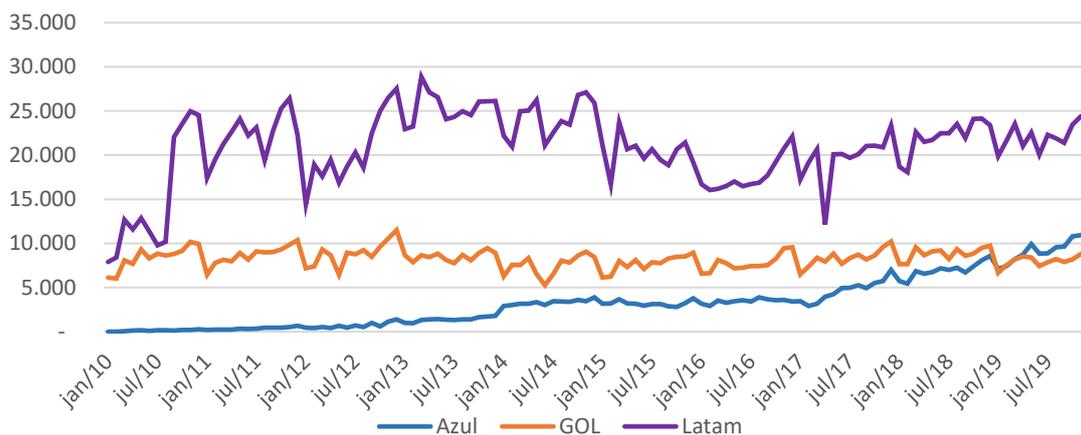
O mercado de transporte aéreo de carga começou a ganhar mais destaque a partir da década de 2010, quando as plataformas de comércio eletrônico, como Amazon e Mercado Livre, começaram a ganhar relevância no mercado de varejo. Assim como no mercado doméstico de passageiros, as empresas adotaram estratégias diferentes de crescimento nesse segmento, com destaque para a Azul.

A companhia investiu grande volume de capital em sua divisão de carga a partir de 2014, apostando nas vantagens competitivas do modal frente ao transporte rodoviário, que é, obviamente, mais lento. A Azul não apenas expandiu a capacidade de transporte de carga nos porões das aeronaves, mas também montou uma rede integrada com veículos e armazéns em terra para otimizar o tempo de entrega e tornar o serviço eficiente.

A Latam foi outra empresa a dar prioridade à expansão do negócio de carga. No entanto, ao contrário da Azul, a companhia chileno-brasileira priorizou o transporte internacional, sobretudo no comércio com os Estados Unidos e a Europa. A empresa investiu em grandes aeronaves *wide-body* cargueiras para realizar os trajetos, sendo esse outro diferencial estratégico entre Latam e Azul. Enquanto a primeira possui uma robusta frota

de aeronaves cargueiras de grande porte, a segunda optou por transportar mercadorias no porão de carga das aeronaves de passageiros. Embora tal modelo de operação permita melhor diluição de custos fixos, uma vez que o custo adicional de colocar mais carga em um avião cheio de passageiros é baixo, ele, evidentemente, transporta um volume menor de carga se comparado a uma aeronave que tem todo o seu espaço dedicado para tal.

**Figura 20 - Evolução do Volume de Carga Transportada (toneladas)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

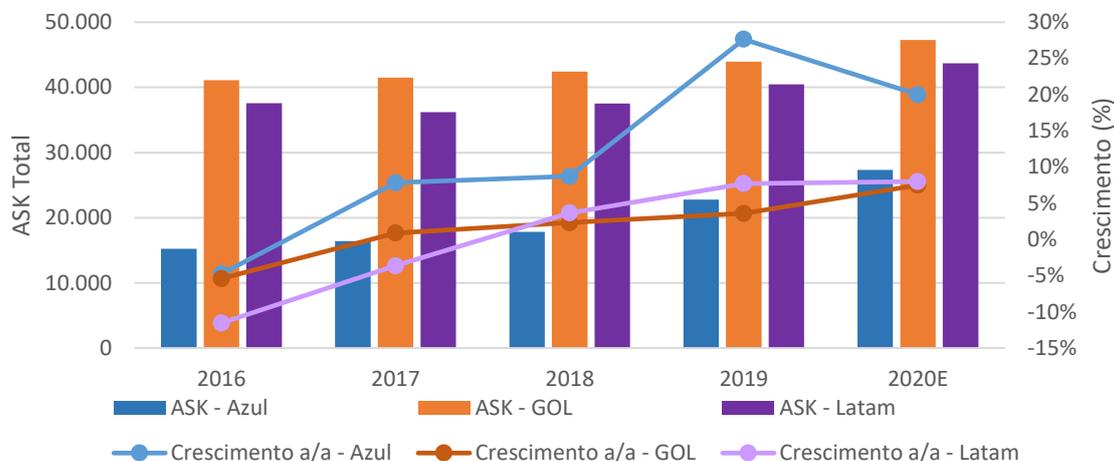
Ao contrário das duas principais concorrentes, a GOL não investiu tanto em sua divisão de carga nos últimos anos, realizando apenas o transporte pontual de mercadorias no porão de suas aeronaves comerciais. Como resultado, a companhia chegou ao final de 2019 com a menor operação de carga entre as três empresas do setor (**Figura 20**), tendo sido ultrapassada em volume pela Azul no início do mesmo ano. Com uma frota cargueira mais robusta e atuante no segmento há mais tempo, a Latam entrou na pandemia na liderança entre as empresas brasileiras.

Após o turbulento período de recessão atravessado pelo Brasil e pela aviação civil em 2015 e 2016, a demanda começou a dar sinais de recuperação. Os anos de 2018 e 2019 foram de céus mais limpos para as companhias aéreas, com resultados extremamente positivos alavancados pela recuperação econômica do país e a consolidação do setor. As três grandes empresas retomaram a expansão de suas capacidades ao mesmo tempo que mantiveram a estratégia de elevar os preços e a eficiência operacional para preservar as margens, criando um *momentum* único de crescimento com lucratividade.

A **Figura 21** apresenta a evolução anual da capacidade de Azul, GOL e Latam entre 2016 e 2019, assim como as estimativas das empresas, ao final de 2019, para o que seria o ano de 2020. Pela variação ano contra ano da oferta, é possível observar que, após uma

variação negativa em 2016 (em relação à 2015), as três empresas voltaram a crescer em 2017, acelerando o ritmo nos dois anos seguintes.

**Figura 21 - Crescimento anual da capacidade doméstica e estimativa para 2020**



Fonte: ANAC, Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

No entanto, tal crescimento de deu em escalas diferentes. Enquanto a Azul retomou a sua estratégia de expansão agressiva em busca de ampliar a participação no mercado, a GOL cresceu com mais cautela, priorizando ainda manter os aviões com ocupação elevada e preços mais altos para garantir as margens de lucro. A recuperação da demanda em 2018 reascendeu o debate entre as empresas sobre excesso de oferta e suas possíveis implicações para as margens do setor. Na conferência de apresentação dos resultados financeiros do segundo trimestre de 2019, o presidente da GOL, Paulo Kakinoff, comentou que julgava irracional o crescimento de capacidade por parte de um competidor, afirmando que isso poderia prejudicar a indústria ao desequilibrar a relação entre oferta e demanda.

Embora, no Brasil, a Latam tenha acompanhado as suas concorrentes, recuperando as margens e o crescimento da oferta a partir de 2017, o Grupo Latam passou por dificuldades ao longo desses anos, em virtude da maior volatilidade da demanda nos outros países em que atua, em especial Argentina, Chile e Colômbia.<sup>16</sup> A maior exposição da empresa no mercado internacional também se provou um diferencial negativo, uma vez que a retomada da demanda nesse segmento se deu de forma mais tímida se comparada à do mercado doméstico, onde Azul e GOL tem maior exposição.

<sup>16</sup> Como o foco do trabalho é no setor aéreo brasileiro, o desempenho das operações do Grupo Latam no exterior não será analisado a fundo.

O gráfico na **Figura 21** evidencia a boas perspectivas que o setor possuía para o ano de 2020, amparadas na continuidade da recuperação econômica do país e, conseqüentemente, da demanda por viagens aéreas tanto turísticas quanto corporativas. As projeções de expansão para o ano seguiram a tendência vista em 2019, com a Azul adotando postura mais agressiva de crescimento frente as competidoras. A empresa projetou, para 2020, um crescimento de capacidade doméstica entre 18% e 22%, enquanto GOL e Latam projetaram, ambas, crescimento entre 6% e 9%.

As três empresas divulgaram ainda diversas iniciativas para expansão dos negócios de carga e milhagem, além ganhos de eficiência operacional a partir da adoção de aeronaves mais eficientes no consumo de combustível, criando novas opcionalidades e avenidas de crescimento para o setor.

A expectativa para 2020 era grande e muito positiva. No entanto, a partir de março, todas as projeções e planejamentos tiveram que ser refeitos rapidamente.

## **6.2 Eclosão da Covid-19 e impactos iniciais**

O ano de 2020 começou com boa demanda para o setor aéreo. Como visto anteriormente, as perspectivas das companhias eram positivas para o ano, e o desempenho das operações nos primeiros meses corroborou com essa tese. O volume de viagens é tradicionalmente elevado no início do ano, devido ao verão e ao carnaval, mas o crescimento ano a ano indústria foi impulsionado ainda pela melhora na situação econômica do país.

Em janeiro, a demanda total, em RPKs, cresceu 16,9% ano contra ano, enquanto, em fevereiro, o crescimento anual foi de 20%. Para corresponder ao aumento de volume, o setor aumentou a sua capacidade em 7,2% e 11,6%, respectivamente, nos dois primeiros meses. Tal crescimento foi, mais uma vez, impulsionado pela Azul, que elevou a sua oferta em 24% em janeiro e 23% em fevereiro na comparação anual. A GOL, que tradicionalmente é mais cautelosa nos aumentos de capacidade, não elevou a oferta em janeiro, realizando apenas um aumento de 7,6% em fevereiro, enquanto a Latam teve aumentos de 4,8% e 9,4% nos dois primeiros meses, respectivamente.

Os primeiros casos de Covid-19 no mundo foram registrados na cidade de Wuhan, na China, ainda em dezembro de 2019, quando múltiplos pacientes foram internados com uma doença pneumática misteriosa. No último dia do ano, em 31 de dezembro, a

Organização Mundial da Saúde emitiu o seu primeiro comunicado sobre a nova doença, alertando para o início de uma epidemia na cidade chinesa. O vírus, altamente transmissível pelo ar, se espalhou primeiro pela China e outros países do sudeste asiático, acumulando milhares de casos e mortes em janeiro, além de levar grandes metrópoles daqueles países à quarentena. No dia 15 de janeiro, os Estados Unidos registraram o seu primeiro caso, na cidade de Seattle, oriundo de um viajante que voltara da China.

Em fevereiro, a Covid-19 chegou na Europa, sobretudo na Itália, que foi o primeiro país fora de Ásia a ter uma epidemia de grande escala da doença. No dia 26 daquele mês, o Brasil registrou o primeiro caso da doença em território nacional, quando um homem de 61 anos, que acabara de voltar da Itália, deu entrada em um hospital em São Paulo alegando problemas respiratórios. Nas semanas seguintes, o Brasil rapidamente acumulou mais de 50 casos, enquanto o mundo já havia passado dos 100 mil infectados e 4 mil mortos.

No dia 11 de março de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou que a disseminação da Covid-19 havia se transformado em uma pandemia global. Nos dias seguintes, a grande maioria dos governos estaduais e municipais brasileiros começam a restringir a circulação de pessoas nas ruas ordenando o fechamento do comércio e suspendendo as aulas nas redes de ensino. Naquela semana, foi efetivamente iniciado o período de quarentena em todas as grandes cidades brasileiras. A primeira morte por Covid-19 registrada no país veio alguns dias depois, em 17 de março.

A Azul foi a primeira companhia aérea do país a se pronunciar oficialmente e anunciar medidas de enfrentamento à pandemia. Em 12 de março, um dia após a OMS declarar a Covid-19 como pandemia global, a empresa divulgou um comunicado anunciando que estava reduzindo a capacidade de voos nacionais e internacionais, suspendendo o recebimento de novas aeronaves e negociando condições de pagamento com fornecedores e credores. Em relação ao *staff*, novas contratações foram suspensas e foi iniciado um programa de licença não remunerada, que poderia ser aderido voluntariamente pelos funcionários. Ainda, a companhia colocou como prioridade garantir a saúde e segurança de todos os tripulantes e clientes.

Um dia depois, em 13 de março, a GOL divulgou o seu primeiro comunicado oficial sobre a pandemia. No documento, a companhia anunciou que, “em decorrência de eventos

extraordinários ocorridos nos últimos dias nos mercados nacional e internacional”, estava cancelando a proposta de reorganização societária que estava em curso. As medidas de enfrentamento a pandemia só seriam divulgadas no dia 16 de março, em outro comunicado oficial. Nele, a GOL anunciou uma redução de 60 a 70% da capacidade, sendo um corte de 50 a 60% no mercado doméstico e 90 a 95% no mercado internacional.

A companhia ainda se comprometeu a realizar ajustes mais severos, se necessário, e comunicou que a sua estratégia de médio e longo prazo estava mantida. Na semana seguinte, a GOL ampliaria seus cortes de oferta para uma redução de 90% da capacidade doméstica e 100% da capacidade internacional, mantendo apenas 50 voos diários entre o Aeroporto de Guarulhos (São Paulo) e cada uma das 26 capitais estaduais e Brasília.

Também em 16 de março, a Azul divulgou um novo comunicado aprimorando as medidas de ajuste provocadas pela Covid-19. A empresa anunciou cortes de até 50% na capacidade doméstica em março e abril e a suspensão de todas as rotas internacionais, exceto as oriundas de Campinas, principal *hub* da empresa. Foi comunicado ainda que a companhia estava realizando o monitoramento diário das tendências da demanda e realizaria novos ajustes caso fosse necessário.

Além dos ajustes de malha, a Azul divulgou mais iniciativas de redução de custos com a sua força de trabalho, realizando cortes de 25% nos salários dos funcionários executivos e ampliando o programa de licença não remunerada. Em relação à gestão da frota de aeronaves, a Azul suspendeu o recebimento de novos aviões da Airbus e da Embraer e iniciou os procedimentos de estacionamento de grande parte da sua frota nos pátios de diversos aeroportos ao redor do país.

O primeiro pronunciamento da Latam sobre a pandemia ocorreu apenas no dia 2 de abril, quando a empresa anunciou redução de 95% da capacidade de todas as operações do grupo (tanto da divisão brasileira quanto nas demais sul-americanas). Também foi comunicado que a companhia estava tomando todas as medidas necessárias para garantir a segurança e a saúde dos funcionários.

A **Tabela 6** apresenta as medidas iniciais tomadas pelas companhias aéreas brasileiras para enfrentar a pandemia da Covid-19 e evitar o colapso dos balanços financeiros nos trimestres seguintes.

**Tabela 6 - Medidas de corte de despesas das companhias aéreas no início da pandemia**

|                         | Azul   | GOL  | Latam  |
|-------------------------|--|--|--|
| Capacidade              | <p>Redução de 50% da capacidade a partir da segunda quinzena de março e 75% a 85% a partir de abril.</p> <p>Corte de todos os voos internacionais exceto os do <i>hub</i> de Campinas.</p> <p>Implementação de malha aérea essencial com 70 voos diários.</p>  | <p>Redução de 93% da capacidade doméstica e 100% da capacidade internacional.</p> <p>Implementação de malha aérea essencial com 50 voos diários entre São Paulo e cada uma das 26 capitais estaduais e DF.</p>   | <p>Redução de 70% da capacidade a partir da segunda quinzena de março e 95% a partir de abril.</p> <p>Suspensão de todas as operações das subsidiárias na Argentina, Colômbia, Equador e Peru.</p> <p>Corte de 100% da capacidade internacional.</p> <p>Implementação de malha aérea essencial nas operações no Brasil e no Chile.</p> |
| Funcionários            | <p>Programa voluntário de licença não remunerada com adesão de 78% do corpo de funcionários.</p> <p>Suspensão de contratos de trabalho no âmbito da MP936.<sup>17</sup></p> <p>Redução salarial entre 50% e 100% para membros executivos.</p> <p>Cancelamento do pagamento de bônus relativo a 2019.</p> | <p>Redução da jornada de trabalho e da remuneração em 35% em abril e 50% em maio para tripulação, aeroviários, gerentes e diretores.</p> <p>Redução de 60% do salário dos vice-presidentes e presidente.</p> <p>Suspensão de contratos de trabalho no âmbito da MP936.</p> <p>Programa voluntário de licença não remunerada com adesão de 38% do corpo de funcionários.</p> <p>Cancelamento do pagamento de bônus relativo a 2019 e da antecipação do 13°.</p> | <p>Programa voluntário de licença não remunerada com adesão de 50% do corpo de funcionários em todas as subsidiárias.</p> <p>Antecipação de aposentadorias e demissões.</p> <p>Redução salarial de 20% para tripulantes e aeroviários e 25% para executivos.</p>   |
| Credores e Fornecedores | <p>Negociação com arrendadores para adiar os prazos de pagamento do</p>  | <p>Adiamento dos pagamentos para arrendadores de aeronaves</p>   | <p>Discussão com arrendadores financeiros e operacionais sobre</p>   |

<sup>17</sup> A Medida Provisória 936/20 permitiu a redução da jornada de trabalho e dos salários e a suspensão temporária de contratos em razão da pandemia da Covid-19. Posteriormente, foi transformada em lei.

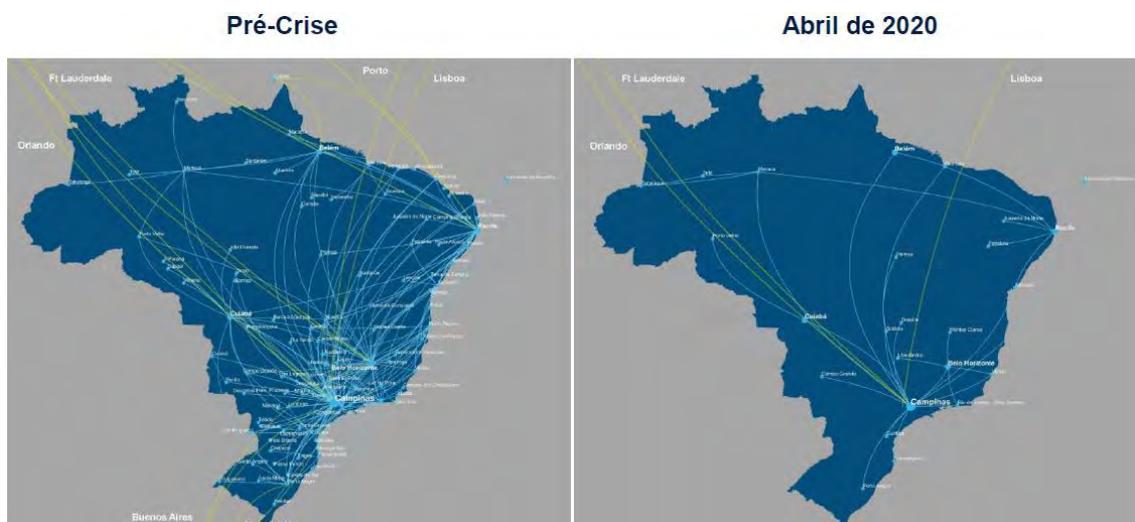
|  |  |   |   |
|--|--|---|---|
|  | <p>aluguel das aeronaves para os próximos 18 a 24 meses.</p> <p>Negociação com credores e fornecedores para extensão de prazos de pagamento.</p> <p>Suspensão do recebimento e do pré-pagamento de novas aeronaves encomendadas.</p> | <p>e motores para períodos entre 3 e 6 meses.</p> <p>Adiamento do pagamento aos fornecedores de combustíveis para após agosto de 2020.</p> <p>Suspensão de pagamento de impostos federais via liminar e em decorrência de medidas promulgadas pelo Governo Federal.</p> | <p>medidas provisórias a serem tomadas.</p> |
|--|--|---|---|

Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

A malha aérea essencial implementada pelas empresas foi composta apenas por rotas com maior movimento entre grandes cidades e tinha a intenção de, além de impedir um cessamento total das operações, evitar a desconexão absoluta entre as regiões do país, garantindo o transporte de trabalhadores de setores essenciais e equipamentos médicos. A **Figura 22** mostra a malha aérea essencial da Azul em abril de 2020 e o seu contraste com a rede da companhia antes da crise. O volume de voos diários foi reduzido de 950 para 70 decolagens. A mesma medida foi tomada pela GOL, que contou apenas com 50 voos diários conectando os *hubs* de São Paulo e Brasília às 26 capitais estaduais, como mostra a **Figura 23**.

A rede de destinos que compunha a malha aérea essencial era revisada e atualizada constantemente pelas empresas. A Azul, por exemplo, elevou o número de decolagens para 155 voos por dia já em maio de 2020.

**Figura 22 - Malha aérea essencial da Azul em abril de 2020**



Fonte: Azul.

**Figura 23 - Malha aérea essencial da GOL em abril de 2020**

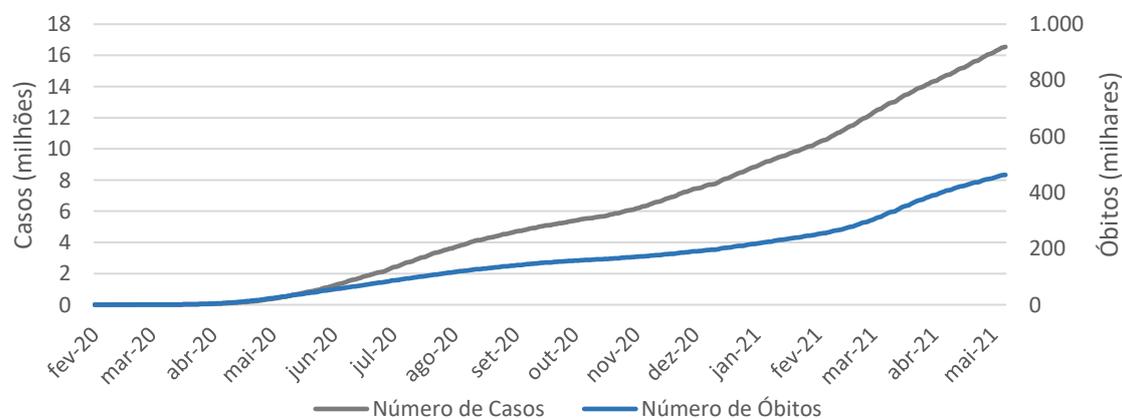


Fonte: GOL.

### 6.3 Evolução da pandemia no Brasil

O Brasil foi um dos países mais afetados pela pandemia no mundo. Representando cerca de 3% da população mundial, o país acumulou mais de 13% das mortes por Covid-19, sendo a quarta nação com mais casos confirmados e a segunda com mais óbitos no planeta. A **Figura 24** apresenta o número acumulado de casos e óbitos pelo novo coronavírus no Brasil desde o início da crise. Até o final de junho de 2021, mais de 514 mil brasileiros morreram pela doença e 18,4 milhões de casos foram confirmados.

**Figura 24 - Evolução do Número de Casos e Óbitos Acumulados por Covid-19 no Brasil**



Fonte: Our World in Data. Elaboração própria.

A **Tabela 7** mostra a lista dos dez países mais afetados pela pandemia ao redor do mundo, evidenciando a posição do Brasil entre os mais impactados. Em termos de quantidade de óbitos, o país está atrás apenas dos Estados Unidos.

**Tabela 7 – Países Mais Afetados pela Pandemia no Mundo**

| Local          | Mortes         | % das Mortes Globais | % da Pop. Local | Casos               | % dos Casos Globais | % da Pop. Local |
|----------------|----------------|----------------------|-----------------|---------------------|---------------------|-----------------|
| Estados Unidos | 604 mil        | 15,4%                | 0,18%           | 33,6 milhões        | 18,6%               | 10,24%          |
| <b>Brasil</b>  | <b>514 mil</b> | <b>13,1%</b>         | <b>0,24%</b>    | <b>18,4 milhões</b> | <b>10,2%</b>        | <b>8,72%</b>    |
| Índia          | 398 mil        | 10,1%                | 0,03%           | 30,3 milhões        | 16,7%               | 2,22%           |
| México         | 233 mil        | 5,9%                 | 0,18%           | 2,51 milhões        | 1,4%                | 1,97%           |
| Peru           | 187 mil        | 4,8%                 | 0,58%           | 1,98 milhões        | 1,1%                | 6,09%           |
| Rússia         | 132 mil        | 3,4%                 | 0,09%           | 5,41 milhões        | 3,0%                | 3,75%           |
| Reino Unido    | 128 mil        | 3,3%                 | 0,19%           | 4,76 milhões        | 2,6%                | 7,14%           |
| Itália         | 128 mil        | 3,3%                 | 0,21%           | 4,26 milhões        | 2,4%                | 7,06%           |
| França         | 111 mil        | 2,8%                 | 0,17%           | 5,77 milhões        | 3,2%                | 8,60%           |
| Colômbia       | 105 mil        | 2,7%                 | 0,21%           | 4,19 milhões        | 2,3%                | 8,32%           |

Fonte: Google e Our World in Data. Elaboração própria.

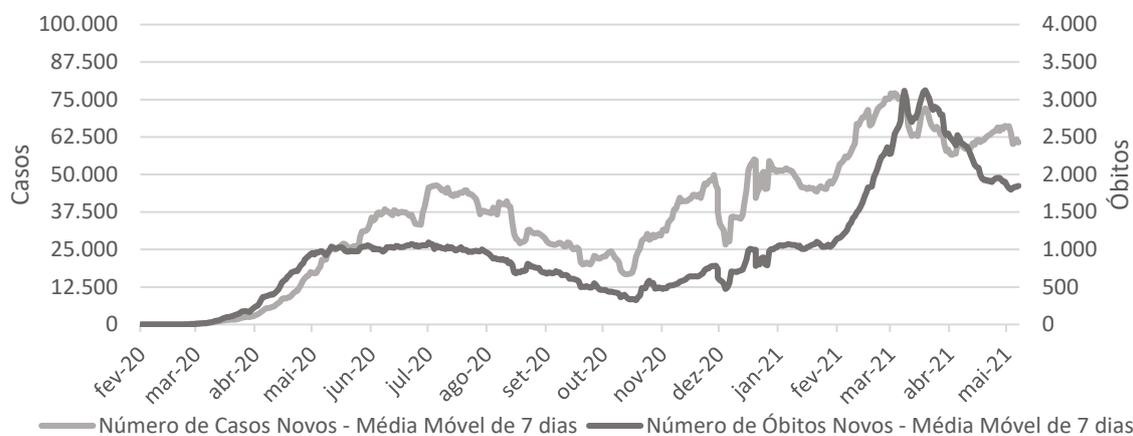
A gravidade da crise sanitária no país foi resultado, sobretudo, da postura errática das autoridades locais na gestão do combate à pandemia. O governo conservador de extrema direita do presidente Jair Bolsonaro minou os esforços de contenção da doença ao menosprezar a letalidade do vírus em pronunciamentos públicos, além de tentar obstruir medidas combativas conduzidas pelos governos estaduais. Divergências sobre o enfrentamento da crise chegaram a provocar conflitos entre Ministério da Saúde e o gabinete presidencial, que culminaram na renúncia ou demissão de três ministros ao longo da pandemia.

Na esfera estadual, as medidas de restrição à circulação, essenciais para o controle do vírus, foram adotadas com rigor nos primeiros meses da crise. Entretanto, flexibilizações precipitadas e o gradual relaxamento da população com o tempo anularam os esforços de contenção do vírus. Como resultado, a doença se disseminou com facilidade ao redor do país, levando o Brasil a atingir picos de mortes em patamares extremamente elevados.

A **Figura 25** mostra a evolução dos novos casos e óbitos confirmados diariamente no Brasil, o que permite visualizar com mais clareza os momentos de agravamento e relaxamento da crise sanitária. A pandemia evoluiu em duas ondas, a primeira com pico

entre maio e junho de 2020, com cerca de mil óbitos por dia, e a segunda com pico em março e abril de 2021, com cerca de 3 mil óbitos por dia.

**Figura 25 - Evolução do Número de Novos Casos e Óbitos por Covid-19 no Brasil**



Fonte: Our World in Data. Elaboração própria.

A ondulação no volume de casos e óbitos se deu pelo endurecimento e relaxamento das medidas restritivas nas cidades. Quando o número de casos e óbitos acelerava a trajetória de alta, os governos locais ampliavam as restrições à circulação e implementavam quarentena obrigatória. À medida que os casos diminuía, as medidas eram flexibilizadas e a população voltava a circular nas ruas. No entanto, como a flexibilização ocorreu de forma precipitada em diversas ocasiões, o movimento ocasionava uma nova alta de casos, agravando a crise nos meses seguintes.

O fim da primeira onda ocorreu em novembro de 2020, quando a média de mortes diárias diminuiu para menos de 500 óbitos pela primeira vez desde maio. Contudo, a crise se agravou no início de 2021, levando à uma segunda onda extremamente mais agressiva. As mortes diárias atingiram médias acima de 3 mil em abril de 2021, com mais de 75 mil novos casos por dia. Os meses de março e abril do ano foram os letais de toda a crise, desencadeando uma nova leva de medidas restritivas conduzidas pelos governos estaduais. Nos meses seguintes, a contaminação desacelerou, embora tenha se mantido, até junho de 2021, no patamar elevado de aproximadamente 2 mil óbitos por dia.

Ainda, em janeiro de 2021, foi iniciada a campanha de vacinação no país, que também contribuiu para a desaceleração da segunda onda. O plano de imunização e as suas implicações será aprofundado nos capítulos seguintes.

## 6.4 Oferta e demanda durante a crise

Com a população em quarentena à medida que a Covid avançava e maio e o temor da contaminação, o volume de passageiros viajando no Brasil diminuiu drasticamente, chegando a quedas de mais de 90% entre fevereiro e abril. Com isso, as companhias tiveram que rapidamente cortar capacidade para ajustar a oferta ao novo cenário.

### 6.4.1 Azul

A Azul respondeu a contração violenta da demanda com o corte de todos os voos internacionais – exceto os oriundos do *hub* de Campinas – e com reduções progressivas ao longo dos meses no mercado doméstico. Em março de 2020, a demanda total da Azul diminuiu 24,4% em relação à março de 2019, reflexo da eclosão da pandemia a partir da segunda semana do mês, e foi respondida por um corte de capacidade de 22%.

Em abril, quando as medidas restritivas já estavam em vigor em todos os estados e diversas fronteiras foram fechadas, a demanda teve contração de 90%, a maior redução na história da empresa, indo de 2,1 bilhões de RPKs para apenas 216 milhões. Por segmento, a queda foi de 94% na demanda internacional e 89% na demanda doméstica.

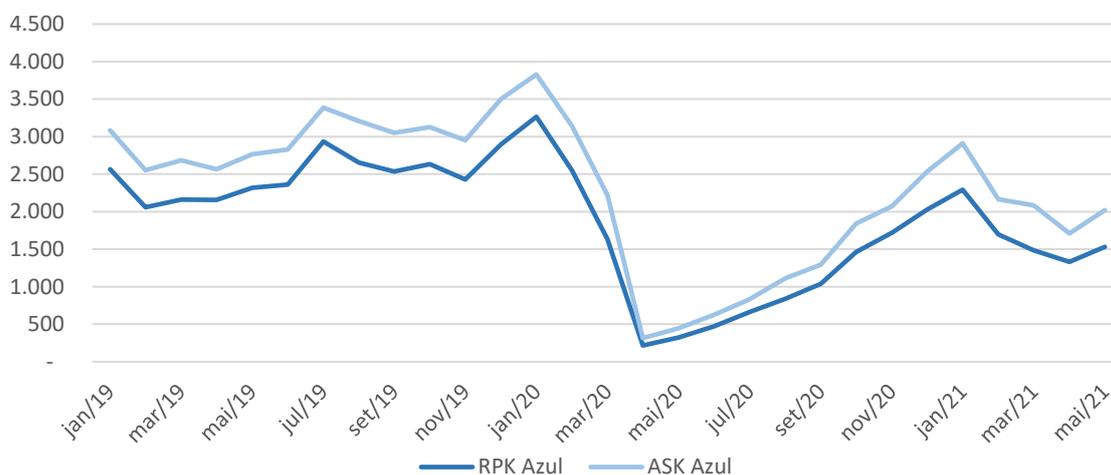
Como resposta, a Azul foi obrigada a cortar a capacidade em 87,7%, diminuindo a oferta total de 2,5 bilhões de ASKs para 314 milhões. Comparando com o mês anterior, a redução foi de 84%. No mercado internacional, a oferta foi extremamente pequena, de 30 milhões de ASKs, com os 265 milhões restantes vindos do mercado doméstico.

A trajetória da oferta e da demanda da Azul ao longo da pandemia, em ASKs e RPKs, respectivamente, pode ser vista na **Figura 26**. Os ajustes de capacidade foram feitos mirando manter a taxa de ocupação acima de 75%. Para isso, a companhia se beneficiou de possuir uma frota diversificada com aeronaves de diversos tamanhos diferentes, indo dos Cessna de 9 assentos até os Airbus A330 com mais de 300 assentos, conforme a **Tabela 1**.

A composição da frota permitiu à Azul trocar constantemente as aeronaves que realizavam cada rota de acordo com a variação da demanda. Em março e abril, períodos de maior contração do volume de passageiros, a maioria dos voos foram realizados com os ATR e Embraer – com cerca de 80 assentos –, enquanto os aviões Embraer e Airbus com mais de 150 assentos foram estacionados. À medida que a demanda começou a se

recompor, os aviões maiores foram gradualmente realocados de volta à atividade. De acordo com a empresa, a escala de aeronaves e tripulações era atualizada semanalmente a partir da observação das tendências da demanda.

**Figura 26 - Oferta e demanda da Azul durante a pandemia (RPK/ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Após a paralização quase total nos primeiros meses da pandemia, a demanda começou a dar sinais de recuperação a partir do final de maio, acelerando essa trajetória no terceiro trimestre do ano. Enquanto em abril a capacidade ofertada pela companhia correspondia a apenas 13% do nível pré-pandêmico, em junho e julho esse valor aumentou para 22% e 24%, respectivamente. Em setembro, a Azul já estava operando com uma oferta correspondente à 43% daquela do ano anterior. Considerando apenas o mercado doméstico, os números são ainda melhores, tendo os meses de junho, julho e setembro operado nos níveis de 25%, 30% e 49% de 2019, respectivamente.

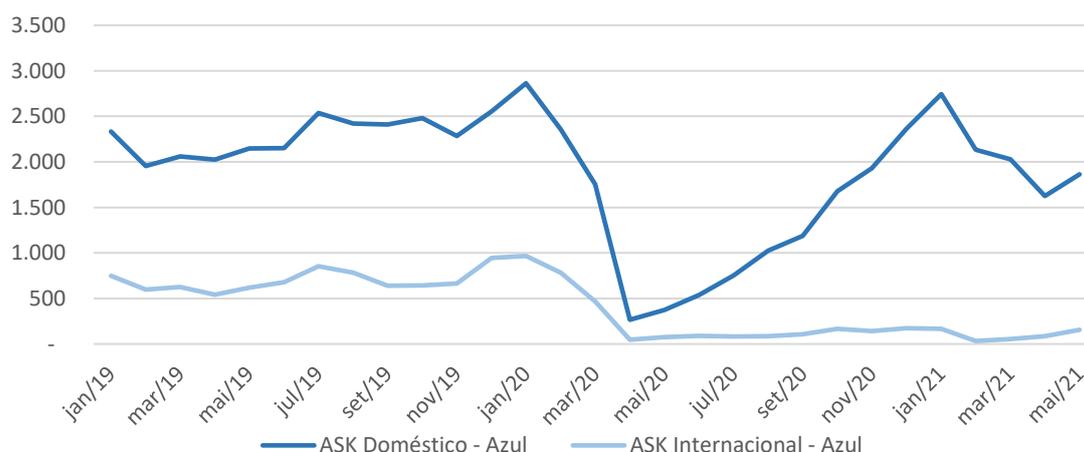
A recuperação inicial da demanda foi sustentada pelo segmento de viagens domésticas à lazer, que ganhou força com o início da flexibilização das medidas restritivas em meados de junho. Com diversas fronteiras fechadas e a oferta de voos internacionais ainda reduzida, o brasileiro passou a olhar mais para destinos turísticos dentro do país. Além disso, muitas pessoas aproveitaram a flexibilização para visitar familiares em outras cidades após três meses de quarentena, alavancando o volume de passageiros no mercado doméstico. A implementação de diversas medidas de segurança sanitária nos voos também foi crucial para aumentar a confiança dos passageiros em viajar de avião.

As viagens internacionais, por outro lado, não só apresentaram a maior contração como foram as que mais demoraram (e demoram) a se recuperar. Enquanto a viagem doméstica

é mais barata e menos burocrática, o segmento internacional sofreu com a perda de renda da população e o fechamento de fronteiras ao Brasil, que permaneceu mesmo após a desaceleração da pandemia no país. A expectativa de todas as companhias sempre foi, desde o início da crise, de uma recuperação muito mais lenta deste segmento, que continuou enfrentando as barreiras citadas acima ao longo de toda a pandemia.

Isso representou um problema considerável para a Azul, que possuía, antes da crise, mais de 20% da capacidade destinada ao mercado internacional. A companhia foi ágil em reduzir a oferta do segmento quando a pandemia começou, como mostra a **Figura 27**, mas encontrou outro problema: a paralização de toda a frota de aeronaves *wide-body* de mais de 300 assentos, inviáveis para a operação em rotas domésticas. As 13 aeronaves do tipo ficaram estacionadas por meses sem gerar receita, até que passaram a ser utilizadas domesticamente para o transporte de carga.

**Figura 27 - Capacidade Doméstica e Internacional da Azul durante a pandemia (ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Em termos de finalidade da viagem, o segmento de passageiros corporativos foi o mais afetado, ao passo que empresas instituíram modelos de *home office* para seus funcionários, descartando a necessidade de viagens à trabalho. Esse tipo de viagem correspondia, até 2019, por cerca de 60% da demanda da Azul, tendo o seu percentual reduzido para apenas 5% em abril de 2020. Inversamente à viagem de lazer, a corporativa continuou severamente contraída após a flexibilização das medidas restritivas, devido à continuidade do trabalho remoto na maioria dos escritórios ao redor do país.

No entanto, é possível notar que esse impacto foi menor na Azul em relação às suas principais concorrentes, graças ao fato de a demanda corporativa da companhia ser menos centralizada no eixo Rio-São Paulo. A contração nessa rota foi maior, uma vez que os passageiros corporativos da mesma são, em maioria, trabalhadores do setor financeiro ou executivos de empresas, onde o *home office* foi amplamente adotado. Isso não ocorreu na demanda corporativa das regiões Centro-Oeste e Nordeste do país, onde o volume de trabalhadores viajantes é oriundo, sobretudo, dos setores de agronegócio e óleo e gás. As companhias destes setores não conseguiram adaptar o modelo de negócios ao trabalho remoto, mantendo grande parte de seus funcionários em trabalho presencial.

Com isso, a recuperação das viagens corporativas na Azul ocorreu mais rapidamente do que em outras companhias. Após chegar ao percentual de 5% da demanda total em abril, o volume do segmento aumentou o seu *share* para 26% em outubro de 2020. Em dezembro, a participação já havia atingido 50% do volume total. Como será discutido mais a frente, o retorno do volume corporativo ao patamar pré-crise (60% da demanda) é improvável, devido as mudanças culturais que a pandemia deverá provocar, como a adoção mais ampla do trabalho remoto nos escritórios. A composição da demanda da Azul entre corporativo e lazer, antes e depois da crise, pode ser vista na **Figura 28**.

**Figura 28 - Breakdown da demanda da Azul antes e depois da crise**



Fonte: Azul.

Enquanto o terceiro trimestre de 2020 foi marcado pelo discreto início da recuperação do setor, o quarto selou a trajetória de alta da demanda e, conseqüentemente, da capacidade oferecida pela companhia (**Figura 26**). A retomada foi sustentada, principalmente, pela desaceleração no aumento do número de casos e mortes no país. Em outubro, o número de novos óbitos diários ficou abaixo de 500 pela primeira vez desde o pico, enquanto o

número de novos casos diminuiu de cerca de 40 mil por dia (em maio) para aproximadamente 15 mil. Isso, aliado à chegada do verão e do período de festas, alavancou ainda mais a demanda doméstica de lazer, que continuou sendo o motor da recuperação do setor aéreo. Entre junho e dezembro, o RPK total da Azul cresceu à taxa média de 30% por mês, levando a métrica a chegar ao final de 2020 em um nível 836% maior do que no início da crise, em abril.

A rápida expansão da demanda superou as expectativas da própria empresa, que, até dezembro, já havia voltado a operar em 117 cidades com capacidade doméstica em 93% do nível pré-crise. De acordo com a própria Azul, a empresa teve a segunda recuperação mais rápida do mundo no segundo semestre de 2020, atrás apenas da mexicana Volaris.

No mês, foram oferecidos 2.364 milhões de ASKs no mercado interno, um aumento de 789% em relação ao pico da pandemia em abril. A comparação é viesada por sazonalidade, uma vez que abril é um mês tradicionalmente mais fraco que dezembro, mas o crescimento exponencial do mercado não deixa de ser expressivo. Se comparado a dezembro de 2019, há uma queda de 7,5%. Nessa retomada, a Azul manteve a sua estratégia de se posicionar em rotas alternativas, sendo a única operadora em 80% dos destinos, o que garantiu maior poder de precificação à empresa.

Como mostra claramente a **Figura 27**, o mercado internacional não acompanhou a explosão da demanda doméstica no final de 2020. Em dezembro, quando a capacidade doméstica da Azul já estava quase ultrapassando os níveis de 2019, a oferta internacional ainda representava apenas 9% daquela antes da pandemia. A manutenção de fronteiras fechadas, menor nível de renda da população e os sinais da ascensão de uma segunda onda da Covid-19 nos países desenvolvidos impediram a retomada do segmento. No quarto trimestre inteiro, a capacidade internacional da Azul foi de 477 milhões de ASKs, contra mais de 2.255 milhões no mesmo período de 2019, uma queda de aproximadamente 79%.

Em janeiro de 2021, ao mesmo tempo que o mercado bateu recorde de volume durante a pandemia, a segunda onda da Covid-19 começou a dar sinais de reaceleração. No dia 10 de janeiro, a média móvel de óbitos diários voltou a ficar acima de mil, ao mesmo tempo que o número de casos disparou, indo para mais de 50 mil novos infectados por dia. Enquanto isso, a demanda total da Azul chegou a 2.292 milhões de RPKs, maior nível

desde o início da crise e sustentado por uma demanda doméstica de 2.175 milhões de RPKs. A capacidade doméstica de janeiro foi de 2.744 milhões de ASKs, aumento de 932% sobre abril e de 16,1% sobre dezembro. No mês, a companhia operou a 118% da sua capacidade doméstica de 2019, marcando o primeiro período de crescimento líquido do negócio em relação ao período pré-crise

Com o agravamento da segunda onda nos meses de fevereiro e março, quando o número de mortes disparou para mais de 3 mil óbitos diários, o mercado doméstico desacelerou. Em fevereiro, a demanda total diminuiu 25,9% em relação ao mês anterior, mesmo ainda sendo período de férias escolares e verão. O movimento foi respondido por um corte de capacidade da ordem de 25,6%, tanto no mercado doméstico quanto no internacional, através da redução do número médio de voos diários de 750 para 500. Em ASKs, a oferta total foi reduzida de 2.911 para 2.167 milhões, passando a representar 84% da oferta de 2019. Considerando apenas o mercado doméstico, a capacidade operada ainda se manteve acima dos níveis pré-crise, em 109%.

A queda na demanda total, em especial a doméstica, continuou sendo vista em março, quando a capacidade foi novamente reduzida para 2.084 milhões de ASKs. Segundo a empresa, o pico da segunda onda no mercado de passageiros se deu na última semana do mês, quando a indústria atingiu o seu menor nível no ano. Nele, a dinâmica do mercado foi diferente do que foi visto em fevereiro. Enquanto na primeira ocasião o mercado se contraiu nos segmentos doméstico e internacional, na segunda, apenas o doméstico viu sua capacidade ser reduzida.

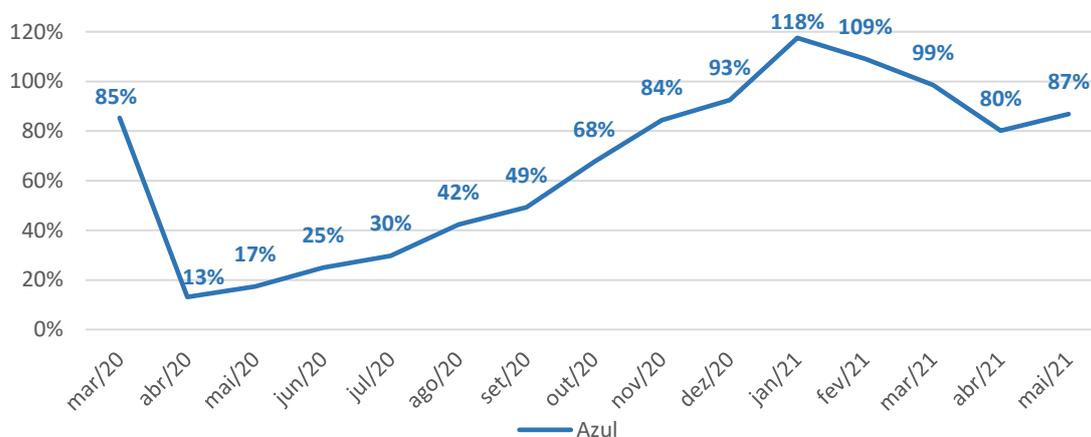
Em meio ao avanço da vacinação nos Estados Unidos e na Europa, a Azul aumentou a capacidade internacional em março, elevando o número de ASKs de 32 para 54 milhões. É necessário se observar que tal movimento foi possível devido ao cenário já extremamente depreciado no segmento ao longo de toda a pandemia, uma vez que, mesmo com esse aumento, a capacidade internacional seguiu mais de 90% menor que antes da crise.

Em abril, após uma primeira semana de continuidade na contração do setor, a Azul viu sua demanda se recompor discretamente, sinalizando que a segunda onda vigente não seria tão grave quanto a primeira. A companhia destacou em conferências que o avanço da vacinação tem dado confiança aos consumidores e estimulado a reserva de viagens,

mesmo que para períodos mais distantes. A direção da Azul se mostrou otimista com a curva de reservas para os próximos meses e voltou a expandir sua capacidade em maio.

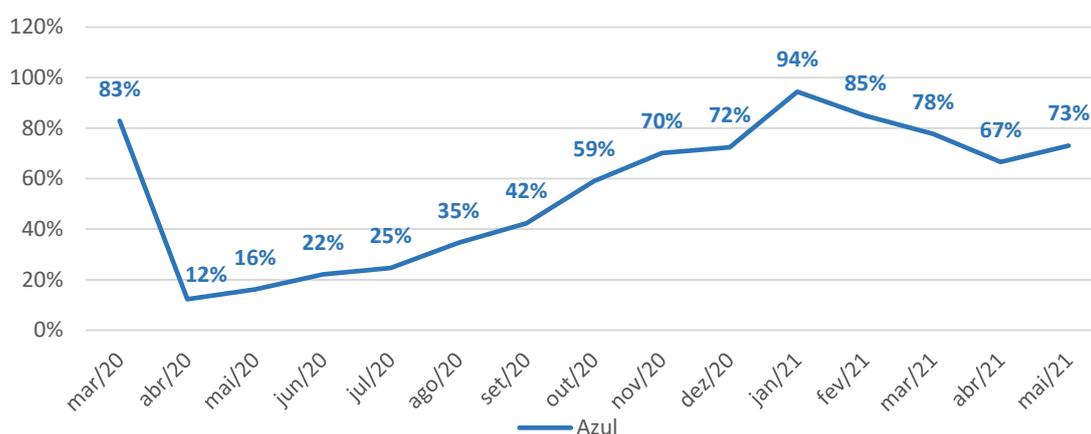
A **Figura 29** e a **Figura 30** mostram a evolução da capacidade da Azul como um percentual da capacidade de 2019, antes de a pandemia começar. Nota-se que a Azul conseguiu voltar ao patamar pré-crise no mercado doméstico nos dois primeiros meses de 2021, efeito que não foi visto no resultado consolidado pela recuperação mais lenta do mercado internacional.

**Figura 29 - Evolução da Capacidade Doméstica da Azul em relação à 2019**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

**Figura 30 - Evolução da Capacidade Total da Azul em relação à 2019**

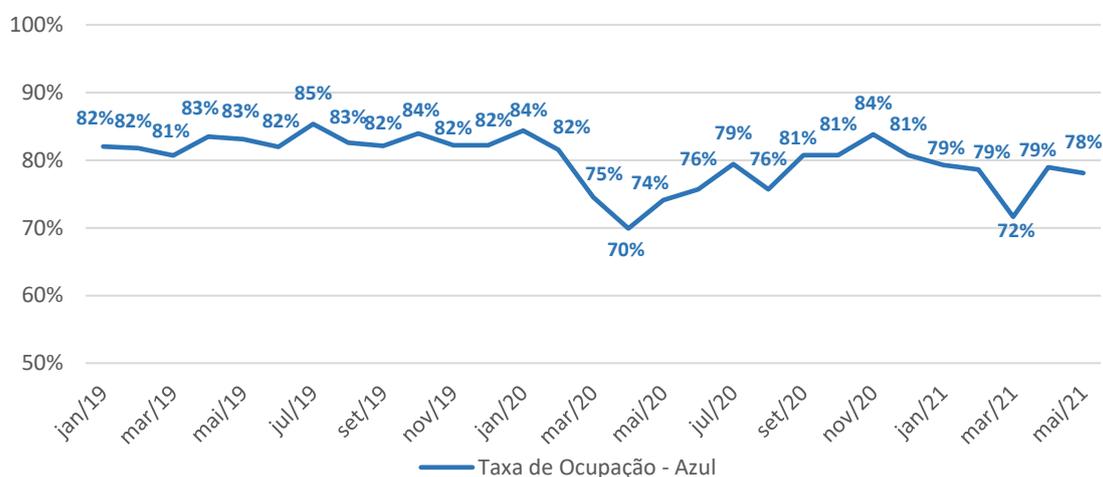


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Os constantes ajustes de capacidade da Azul visavam manter a taxa de ocupação dos voos em níveis saudáveis, mais precisamente, acima dos 75%. Nas primeiras semanas da pandemia, o rápido corte de oferta feito pela empresa não foi suficiente para evitar a queda da ocupação, que variou de 84% em janeiro para 69,9% em abril. Em meio ao avanço da doença no país e o temor da contaminação, o número de não-comparecimentos e

cancelamentos de última hora disparou, elevando a imprevisibilidade da demanda e dificultando o planejamento da malha de voos. A evolução da taxa de ocupação média da Azul no mercado doméstico se dá na **Figura 31**.

**Figura 31 – Evolução da Taxa de Ocupação Média da Azul**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Passado o choque inicial, o comportamento da demanda se tornou mais previsível, uma vez que o passageiro que comprava uma passagem nova já estava ciente da pandemia e seus riscos, reduzindo os cancelamentos de última hora. Com isso, a taxa de ocupação melhorou gradualmente ao longo dos meses, ultrapassando, a partir de julho, o nível mínimo ideal de 75%. Conforme mencionado anteriormente, a frota diversificada da Azul teve um papel importante na manutenção de elevadas taxas de ocupação, já que aviões menores podiam ser utilizados no período de demanda extremamente reduzida e substituídos por aviões maiores à medida que a ela se recuperava.

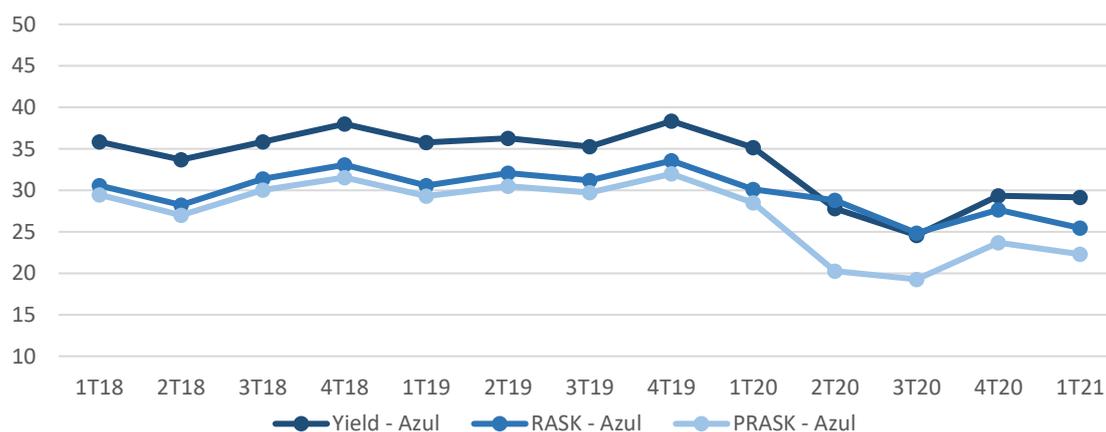
A chegada da segunda onda no primeiro trimestre de 2021 levou as taxas de ocupação a caírem novamente, repetindo o movimento visto no início da pandemia. A nova contração do mercado obrigou a Azul a cortar capacidade e voltar a utilizar aeronaves menores para percorrer as rotas menos movimentadas.

As dificuldades de se conciliar oferta e demanda também afetaram os indicadores de rentabilidade da Azul, demonstrados na **Figura 32**. A contração dos volumes levou a receita unitária da empresa (*yield*), que é uma *proxy* para o preço médio das passagens, a cair aproximadamente 2% no primeiro trimestre – lembrando que a pandemia começou apenas no final de março – e 23,3% no segundo trimestre, já contabilizando três meses

inteiros dentro da pandemia. A companhia chegou a oferecer descontos em passagens para tentar segurar a demanda, o que também contribuiu para a queda vista nos preços.

A variação negativa foi ampliada ainda pela maior redução das viagens corporativas e internacionais em relação as de lazer domésticas. Por ser mais comum a compra de passagens com pouca antecedência e em horários de pico, os *yields* das viagens corporativas são, em geral, maiores, o que é melhor para a companhia. O *yield* elevado também vale para as viagens internacionais, que possuem preço maior, obviamente, devido à grande distância e a incorrência de custos extras como a alimentação dos passageiros. Segundo a Azul, as tarifas de passagens internacionais tendem a ser 3 ou 4 vezes maiores que as tarifas domésticas. Dessa forma, houve uma piora no *mix* de volume da companhia, no qual os dois segmentos de maior preço foram os mais atingidos.

**Figura 32 - Evolução dos Indicadores de Rentabilidade da Azul (R\$ centavos)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

Com *yields* mais baixos e uma taxa de ocupação de apenas 70%, a receita de passageiros por assento-quilômetro (PRASK) despencou, caindo mais de 33% (a/a) no segundo trimestre. A receita total por assento-quilômetro (RASK) teve uma contração menor, de 10%, sustentada pelo crescimento do transporte de cargas no período, que teve um papel importante na diluição dos custos fixos. Embora inevitável em meio à crise, a queda da rentabilidade dos voos se traduziu em um grande problema financeiro para a Azul, uma vez que o negócio como um todo já estava severamente abalado pela pandemia.

A recuperação do mercado nos últimos meses do ano se traduziu na recuperação dos indicadores. O *yield* da Azul aumentou 19% entre o terceiro e o quarto trimestre, indo de R\$ 24,6 para R\$ 29,3 centavos, refletindo a melhora da demanda e o maior poder de precificação da companhia nas rotas onde é a única operadora (80%). A retomada do

segmento corporativo também contribuiu para melhorar o nível dos preços médios. O volume desse nicho, que chegou a representar apenas 5% da demanda no auge da pandemia, se recuperou ao longo do último trimestre de 2020, chegando a 25% da demanda total em outubro e 50% em dezembro.

As métricas RASK e PRASK também aumentaram no quarto trimestre, sustentadas pela melhora nos *yields* e na taxa de ocupação média durante o período. No caso do RASK, que contabiliza a receita líquida total, o aumento foi positivamente impactado pelos recordes de vendas da Azul Cargo Express.

Em conferência para investidores em março de 2021, o diretor de receitas da Azul, Abhi Shah, comentou que, desde o final de 2020, não via nenhum indício de pressão nas tarifas, insinuando que a companhia havia encerrado sua política de descontos e incentivos tarifários. No entanto, a **Figura 32** mostra que, mesmo com a recuperação no final de 2020, os indicadores permaneceram abaixo dos níveis de 2019.

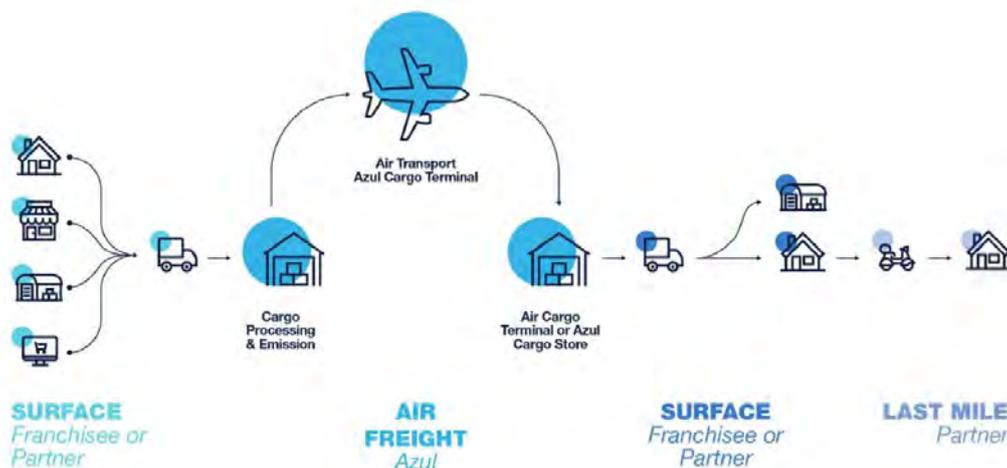
O transporte de cargas teve um papel fundamental para a Azul durante a pandemia ao providenciar uma fonte alternativa de receita em meio à queda violenta do volume de passageiros. Como a infraestrutura de transportes no Brasil é pouco desenvolvida, dependendo excessivamente do lento e caro modal rodoviário, a companhia passou a enxergar o transporte de carga como um segmento não explorado, no qual uma empresa aérea eficiente poderia ter vantagens competitivas. Dessa forma, a Azul já vinha investindo grandes volumes de capital na sua operação de logística, feita pela subsidiária Azul Cargo Express, desde meados de 2017.

A divisão de cargas da Azul conta com uma rede integrada entre o modal aéreo e o rodoviário, que é operado por empresas franqueadas e parceiras. O transporte de longa distância é feito pelos aviões da companhia, enquanto a rede terrestre fica responsável por transportar as mercadorias entre o terminal do aeroporto e o centro de distribuição e, posteriormente, para o destino final. Desse modo, o serviço de carga se beneficia da malha aérea de mais de 100 destinos da empresa, uma vez que a mercadoria é transportada no porão dos voos de passageiros.

A Azul alega que, a partir dos seus destinos aéreos, eles conseguem chegar a mais de 4 mil cidades com a integração rodoviária, o que representa cerca de 80% dos municípios do Brasil. Essa capilaridade é extremamente difícil de ser atingida por companhias de

caminhões ou companhias aéreas focadas em grandes cidades, dando à Azul uma grande vantagem competitiva. A **Figura 33** mostra o funcionamento da rede integrada da Azul Cargo.

**Figura 33 - Rede Integrada da Azul Cargo Express**



Fonte: Azul.

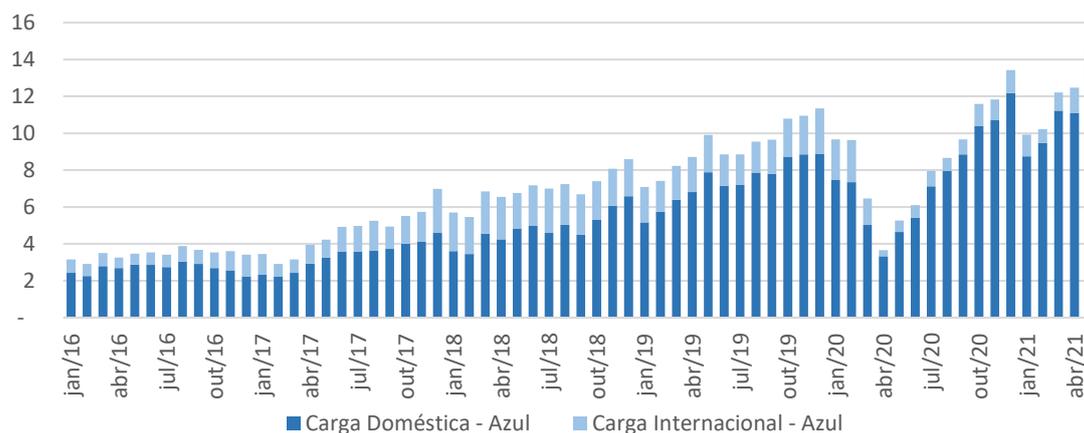
A operação de logística eficiente e capilarizada atraiu diversas companhias do varejo que buscavam serviços de entrega mais rápidos para os seus clientes. Com a chegada da pandemia e o fechamento do comércio de rua, o volume de vendas das lojas virtuais, como Mercado Livre, Amazon e Magazine Luiza, disparou, permitindo que a Azul alavancasse a sua operação de carga ao redor do país.

A receita oriunda do serviço de logística foi importante para amenizar os prejuízos acumulados pelo transporte de passageiros, negócio principal da empresa. No segundo trimestre de 2020, auge da primeira onda do coronavírus, a Azul converteu quatro aeronaves de passageiros em aviões cargueiros, removendo todos os assentos da cabine. Além disso, a empresa passou a utilizar sua frota de aeronaves *wide-body*, que não podiam operar devido a ausência de voos internacionais, para transportar mercadorias internamente.

Entre maio e dezembro de 2020, o volume de mercadorias transportadas cresceu cerca de 18% ao mês e, em outubro, já estava em níveis acima de 2019. O serviço bateu recorde de volumes e receita em todos os meses do quarto trimestre. Em maio de 2021, a empresa teve o maior volume de sua história, transportando 14,7 mil toneladas de carga, como mostra a **Figura 34**.

Apesar de ser considerada uma grande avenida de crescimento para a Azul desde 2017, a pandemia acelerou em grande escala a expansão do serviço de carga e logística da empresa, se aproveitando das vantagens competitivas e da explosão das vendas do *e-commerce*.

**Figura 34 - Evolução do volume de carga transportada pela Azul (milhares de toneladas)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

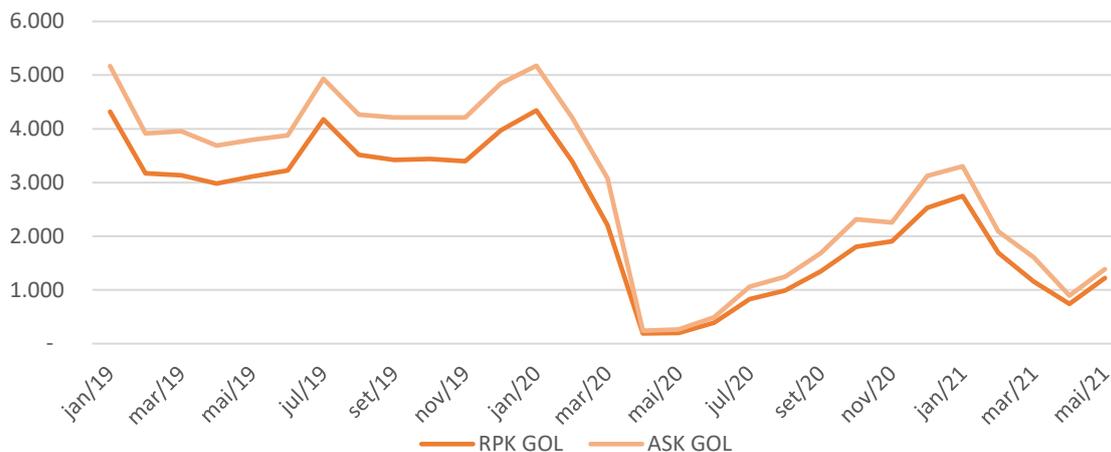
## 6.4.2 GOL

Os impactos da pandemia na GOL começaram a ser sentidos a partir da segunda quinzena de março, quando as restrições à circulação de pessoas entraram em vigor na maioria das cidades brasileiras. No mês, a companhia já viu sua demanda total cair 29,6% em relação a março de 2019, e foi acompanhada de um corte de capacidade de 22,1%. No dia 23 de março, a GOL implementou a malha aérea essencial, composta por 50 voos diários entre o Aeroporto Internacional de Guarulhos (São Paulo) e cada uma das 26 capitais estaduais e Distrito Federal. Posteriormente, outro *hub* foi montado em Brasília, com mais voos para capitais. Com uma malha tão reduzida, a companhia estacionou 120 aeronaves, que representavam 92% da frota, em hangares e pátios de aeroportos espalhados pelo país.

As medidas implementadas representaram uma redução de oferta de 93,5% em abril, indo de 3.690 milhões de ASKs em 2019 para 293 milhões no mesmo mês em 2020. Esse movimento foi provocado pela redução de 93,6% da demanda no mesmo período, que variou de 2.981 milhões para 189 milhões de RPKs. A proximidade entre as contrações na demanda e na oferta, 93,6% e 93,5%, respectivamente, mostram a precisão do corte de capacidade da GOL, que foi a mais eficaz no ajuste de oferta entre as companhias brasileiras. Entre janeiro e abril, a redução do mercado da empresa foi de mais de 95%, o

que pode ser visto na **Figura 35**, que mostra a evolução do negócio da GOL ao longo da pandemia.

**Figura 35 - Oferta e demanda da GOL durante a pandemia (ASK/RPK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

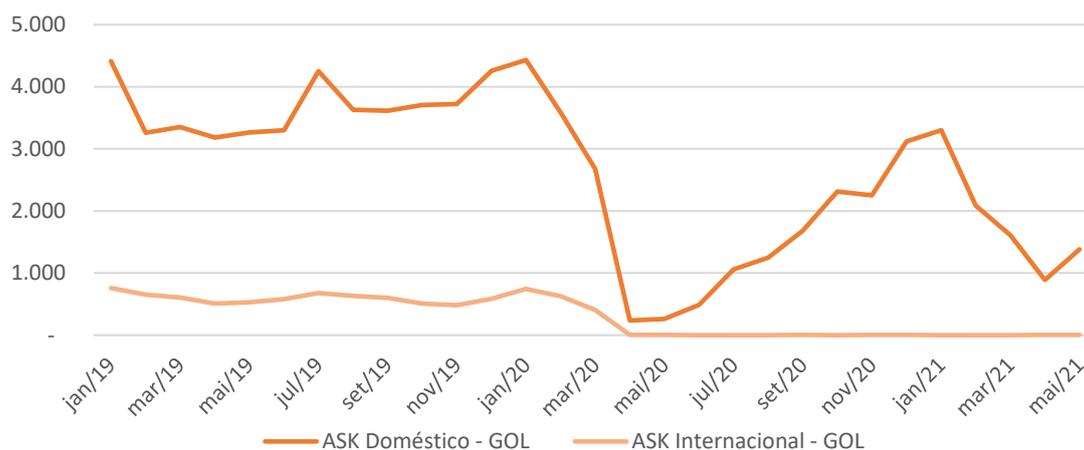
A redução drástica na demanda corporativa, como foi discutido no tópico anterior, representou um grande problema para a GOL. Com uma malha aérea concentrada nas grandes cidades, a companhia foi mais impactada pelo arrefecimento deste segmento do que algumas concorrentes. Antes da crise, o grande fluxo de executivos no eixo Rio-São Paulo-Brasília era onde a GOL possuía maior participação de mercado, dando dimensão do choque que a introdução do trabalho remoto teve na demanda da empresa.

Se no mercado corporativo a GOL sofreu mais que as suas concorrentes, no mercado internacional ocorreu o inverso. Apesar de ser o segmento mais impactado pela crise, o problema não afetou a GOL em uma escala considerável, principalmente pelo fato de a exposição da empresa no mercado ser menor que as suas concorrentes, sobretudo a Latam. Historicamente, apenas 11% da demanda da GOL era oriunda de voos internacionais, limitando o impacto do fechamento de fronteiras nos negócios da empresa.

Além disso, como a companhia possui apenas aeronaves *narrow-body* voltadas para o mercado interno, ela não enfrentou a dificuldade de não ter o que fazer com os grandes *wide-body* intercontinentais. Embora mais de 90% dos aviões tenham ficado estacionados em abril e maio, toda a frota da GOL pôde ser utilizada nas rotas domésticas conforme a demanda se recompôs nos meses seguintes. A empresa chegou a cortar 100% da capacidade internacional entre maio e agosto, realocando suas aeronaves para os voos da malha aérea essencial.

A evolução da capacidade da GOL, dividida entre os mercados doméstico e internacional pode ser vista na **Figura 36**. Ainda que a companhia tenha cortado toda a sua capacidade internacional de passageiros entre maio e agosto, foram realizados voos fretados de repatriação de brasileiros e transporte de equipes de futebol para jogos de competições sul-americanas.

**Figura 36 – Capacidade Doméstica e Internacional da GOL durante a pandemia (ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A partir do final de maio, a demanda da indústria começou a se recuperar. Na GOL, o volume de vendas cresceu em um ritmo de 18% por semana entre maio e junho, o que estimulou a companhia a voltar a adicionar capacidade no mercado doméstico. As adições foram feitas em ritmo lento, mantendo a estratégia tradicional da companhia de ser cautelosa para não inundar o mercado com excesso de oferta. A frota em modelo único permitiu à empresa gradualmente realocar todas as aeronaves de volta ao serviço sem que nenhuma dependesse das suspensas rotas internacionais.

No final de julho, a companhia já estava operando 200 voos por dia, um aumento de 150 em relação aos 50 voos diários da malha aérea essencial implementada em abril. Isso corresponde à 70% da capacidade doméstica da GOL antes da pandemia, evidenciando a retomada sólida da indústria no terceiro trimestre. Assim como na Azul, a recuperação do mercado foi puxada pelo turismo doméstico, que cresceu à medida que as curvas de casos e mortes por Covid-19 no Brasil se estabilizaram e as medidas de isolamento social foram flexibilizadas.

O caminho de alta continuou nos meses seguintes, consolidando a melhora no cenário da indústria no terceiro trimestre. Em setembro, a GOL elevou as operações para 300 voos

por dia, oferecendo 1.686 milhões de ASKs totais, sendo 1.681 milhões no mercado doméstico. Essa capacidade correspondeu a um aumento de 35% em relação a agosto e 605,4% em relação a abril. Do ponto de vista da demanda, os RPKs transportados pela empresa totalizaram 1.346 milhões no mês, sendo 1.345 milhões no mercado doméstico, obtendo um aumento de 36% sobre o mês anterior e 609% sobre abril.

O crescimento das operações continuou em outubro, quando quantidade de voos e ASKs receberam novos reforços. Os ASKs totais aumentaram 37,4% em relação a setembro, ao passo que a demanda aumentou 34%, mostrando que a GOL expandiu a oferta acima do crescimento do mercado, algo que não condiz com a estratégia usual da companhia. O movimento se deu pela confiança da direção na retomada da indústria nos meses seguintes, em meio a chegada do verão e ao fim da primeira onda da Covid, quando o número de casos se estabilizou abaixo de 30 mil novos infectados por dia.

Após cinco meses seguidos de crescimento acelerado de capacidade, a GOL tirou o pé do acelerador em novembro, com a finalidade de corrigir o aumento de oferta descasado da demanda no mês anterior. Isso levou a empresa a diminuir em 2,6% a oferta de ASKs, esperando a demanda se recompor nas semanas seguintes, como pode ser visto pela aproximação das duas linhas na **Figura 35**. Ainda em novembro, a companhia posicionou as cidades do Rio de Janeiro e Salvador como novos *hubs*, se juntando ao Aeroporto de Congonhas, em São Paulo, preparando o terreno para o período de férias na virada do ano.

Em dezembro, após a breve pausa na expansão do negócio, a companhia voltou a crescer de maneira acelerada, aumentando o número de voos para 480 por dia e os ASKs para 3.125 milhões. O aumento foi de 38,5% sobre novembro e 1.207% sobre abril, colocando o negócio da companhia à 80% do patamar de 2019. Entre abril e dezembro, as operações da GOL cresceram a taxa média de 34% ao mês, mostrando a rápida recuperação do mercado após a melhora da situação sanitária do país e o bom posicionamento estratégico da companhia para capturar esse crescimento.

Destaca-se que a retomada do mercado da GOL se deu totalmente no segmento doméstico, uma vez que, ao longo de todo o segundo semestre de 2020, não foram realizados voos regulares para o exterior. A decisão da empresa corrobora com o ritmo mais lento de recuperação do mercado internacional que foi visto em outras companhias.

O início do ano de 2021 seguiu apresentando bons números para a GOL, como foi visto no restante da indústria. A empresa teve ótimo desempenho operacional em janeiro, voando com uma oferta total de 3.303 milhões de ASKs e demanda de 2.749 milhões de RPKs, recordes dentro da pandemia. O bom resultado se deu pela sazonalidade do período e a desaceleração da pandemia no Brasil nos meses anteriores. O crescimento de volume representou um aumento de 5,7% em relação a dezembro e 1.281% sobre abril de 2020, levando a GOL a operar em 75% da sua capacidade pré-crise.

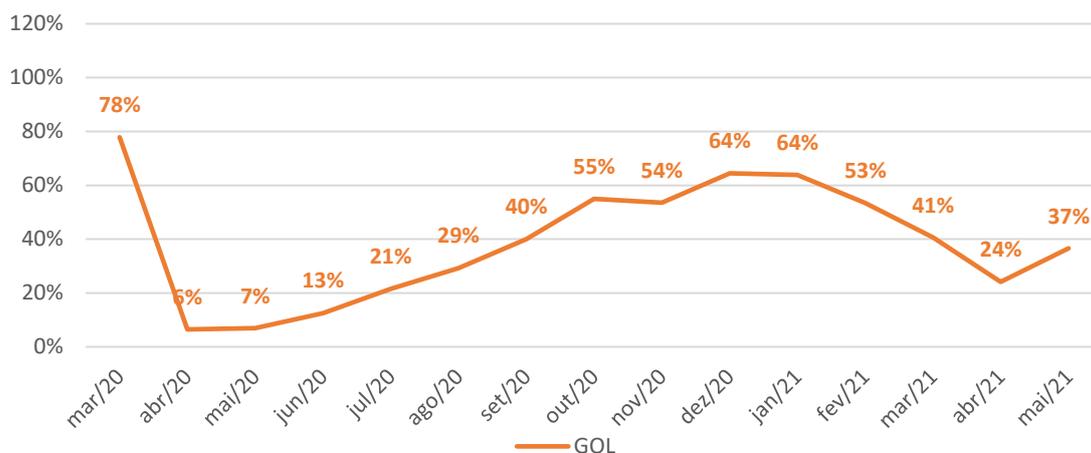
Na última semana do mês, por outro lado, a situação começou a mudar. A companhia percebeu um novo arrefecimento da demanda com a disparada no número de casos e mortes por Covid-19, interrompendo o ciclo de alta do mercado. Em fevereiro, março e abril, a demanda da empresa voltou a cair de forma acentuada, e uma nova rodada de cortes de capacidade foi conduzida. No mês de março, a GOL operou apenas 48% da sua capacidade de 2019, refletindo o pior momento do Brasil em toda a pandemia, quando as mortes diárias chegaram a ultrapassar o nível de 4 mil óbitos.

Apesar do cenário extremamente difícil enfrentado pela GOL nos dois primeiros trimestres de 2021, reeditando, em menor escala, o drama vivido pelo mercado no ano anterior, as perspectivas para a segunda metade do ano são positivas. O Brasil tem visto uma desaceleração constante do avanço da segunda onda da pandemia após o elevadíssimo pico de casos e mortes em abril e, com isso, a companhia aposta em uma retomada da indústria, como ocorreu em 2020. A demanda do mercado passou a dar indicações positivas em maio, levando a GOL a retomar o crescimento.

**Figura 37 - Evolução da Capacidade Doméstica da GOL em relação à 2019**



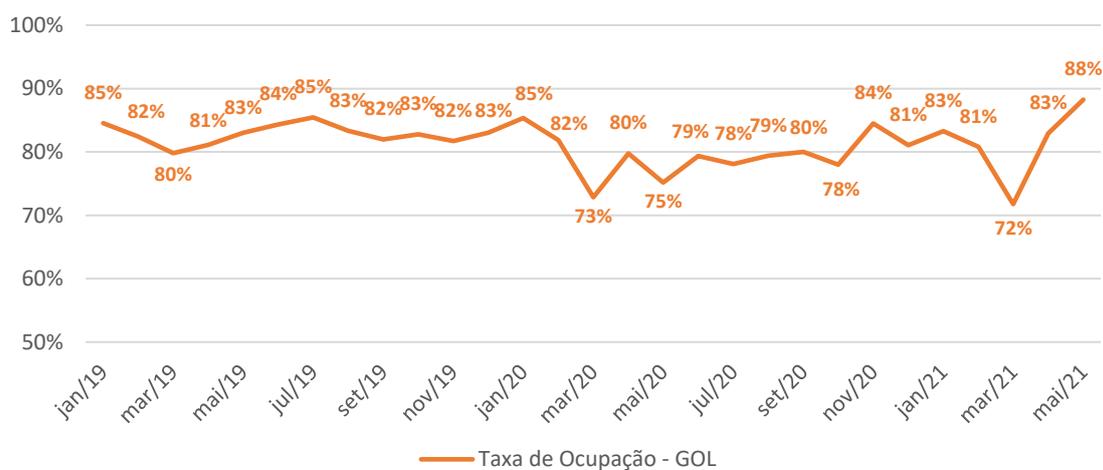
Fonte: ANAC. Elaboração própria.

**Figura 38 - Evolução da Capacidade Total da GOL em relação à 2019**

Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A **Figura 37** e a **Figura 38** apresentam a evolução da capacidade doméstica e total da empresa, respectivamente, em relação à 2019, antes do início da pandemia. A métrica é amplamente utilizada pelas empresas para mostrar o andamento da recuperação do mercado para níveis normalizados.

A eficácia da GOL em ajustar a oferta com precisão pode ser vista através da taxa de ocupação média na **Figura 39**. Após a queda mais acentuada em março, fruto da súbita contração da demanda, a ocupação voltou ao patamar de 80% em abril. Em maio, quando a companhia voltou a adicionar capacidade para responder aos sinais de recuperação da demanda, a taxa caiu discretamente, indo para 75%.

**Figura 39 - Evolução da Taxa de Ocupação Média da GOL**

Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Com a efetiva retomada do mercado no terceiro trimestre, o indicador voltou a circular a faixa dos 80%, onde permaneceu até a chegada da segunda onda da pandemia em 2021,

sendo esse um reflexo da expansão cautelosa de capacidade. O pico da taxa se deu em novembro de 2020, quando a direção da empresa segurou o aumento de capacidade para aproximar a oferta e a demanda, resultando em uma ocupação média de 84%. A estratégia foi necessária após a expansão excessiva realizada no mês anterior, que derrubou a taxa para 78%.

A manutenção de taxas de ocupação elevadas foi favorecida pela composição da frota da GOL. Por operar no mercado internacional apenas com aeronaves *narrow-body* em países vizinhos, a empresa cortou toda a sua capacidade internacional e utilizou as aeronaves no mercado doméstico, enquanto Azul e Latam mantiveram, em determinados momentos, alguns voos para os Estados Unidos e a Europa. Essas rotas operaram com ocupação extremamente baixa, muitas vezes abaixo de 70%.

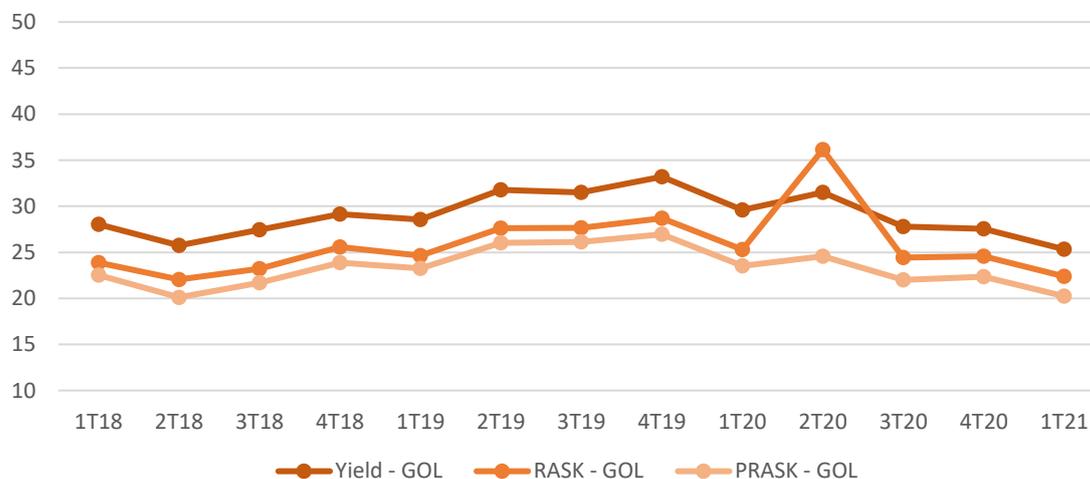
No primeiro trimestre de 2021, os meses de janeiro e fevereiro foram marcados por taxas sólidas, acima de 80%, oriundas, em um primeiro momento, da fortíssima demanda e, depois, do ajuste preciso de capacidade feito pela companhia no começo da segunda onda. Contudo, a estratégia para março não foi eficaz, e a redução de oferta em escala muito menor que a demanda derrubou a ocupação para 72%, menor patamar de toda a pandemia para a GOL.

Em relação à rentabilidade, a GOL adotou uma estratégia um pouco diferente das outras companhias. A empresa optou por não reduzir preços ou oferecer descontos em passagens, alegando que a demanda estava contraída por motivos exógenos relacionados à incerteza provocada pela pandemia. Em conferência para investidores em maio de 2020, o presidente da GOL comentou: “Não existe um volume grande de demanda, mesmo para os períodos futuros. As pessoas estão vivendo um período de incerteza. A decisão de uma viagem agora não parece ser uma decisão que muita gente irá tomar, mesmo com tarifas muito incentivadas.”

Ademais, a direção da empresa achou que dar incentivos tarifários poderia gerar um arrasto de rentabilidade após a crise, com grande volume de assentos vendidos à preços excessivamente baixos que não cobririam os custos marginais da operação. Outro fator que contribuiu para a manutenção dos níveis de *yield* foi a menor exposição natural da empresa ao mercado internacional. Desse modo, as métricas de rentabilidade da GOL,

apresentadas na **Figura 40**, não tiveram grande variação após o início da pandemia, chegando até a aumentar no pico da primeira onda durante o segundo trimestre de 2020.

**Figura 40 - Evolução dos Indicadores de Rentabilidade da GOL (R\$ centavos)**



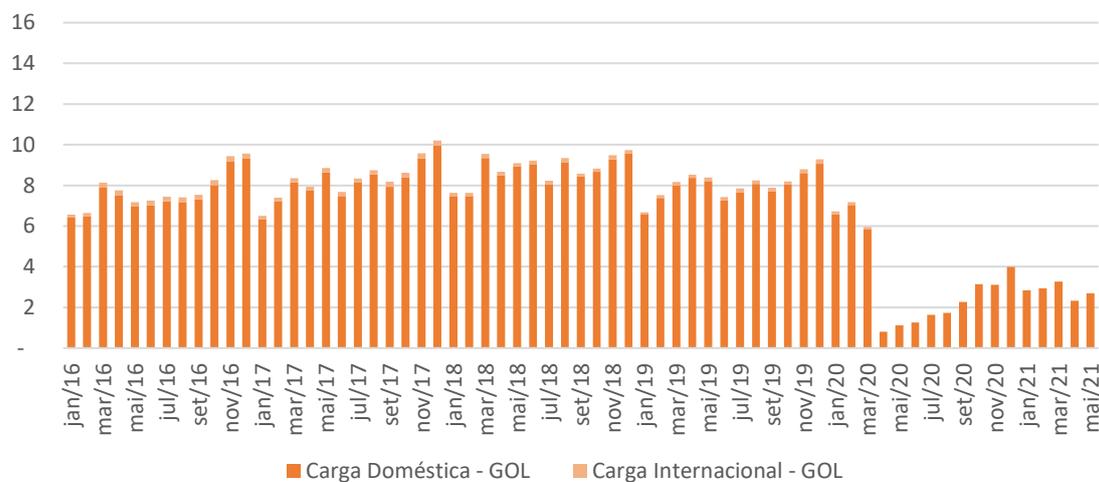
Fonte: GOL. Elaboração própria.

Nos dois últimos trimestres do ano, os três indicadores de rentabilidade apresentaram leve redução, sobretudo ao comparar com o ano de 2019, devido a reconfiguração da malha aérea da GOL, que concentrou todas as partidas nos *hubs* de São Paulo, Rio de Janeiro, Brasília e Salvador. Com isso, a distância média dos voos ficou maior, diminuindo preço por quilômetro percorrido. Entretanto, a variação foi marginal e compensada pela bem-sucedida manutenção de altas taxas de ocupação e a estratégia de oferecer poucos descontos tarifários.

Ao contrário de suas duas principais concorrentes, a GOL não manteve, durante a maior parte da crise, uma operação de carga forte, o que se refletiu nos volumes transportados durante a pandemia. A companhia não conseguiu “surfear” na onda do vertiginoso crescimento das vendas do *e-commerce*, levando o desempenho do segmento a cair de maneira acentuada após a crise.

Ao longo de todo o segundo semestre de 2020, o volume da companhia se manteve aproximadamente 80% abaixo do que era antes da crise, mesmo após o aumento do número de voos a partir de junho. A **Figura 41** mostra a evolução do volume de carga transportada pela GOL, evidenciando que a operação ainda está longe de se recuperar do choque provocado pela Covid-19.

**Figura 41 - Evolução do volume de carga transportada pela GOL (milhares de toneladas)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Em fevereiro de 2021, a GOL, por meio de sua subsidiária de carga Gollog, lançou o serviço Super Expresso, que prometia realizar entregas rápidas utilizando a capilaridade da malha aérea de passageiros da GOL. A companhia ainda firmou parcerias com empresas de logística terrestre para integrar o transporte aéreo com o rodoviário e oferecer, no mesmo serviço, o transporte da postagem até o destino final.

O modelo de negócios idealizado é extremamente semelhante ao oferecido pela Azul Cargo, indicando que a GOL passou a enxergar o grande potencial do mercado de logística aérea. Contudo, devido à incipiência do negócio, a iniciativa ainda não se traduziu em aumento dos volumes transportados.

### 6.4.3 Latam

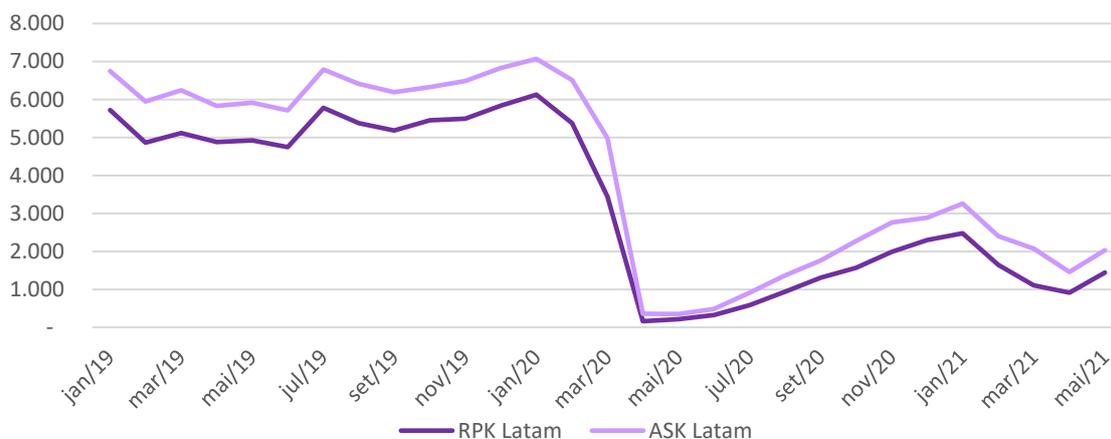
Entre as companhias aéreas brasileiras, a Latam foi a mais severamente impactada pela pandemia da Covid-19. Em março, a demanda total da companhia foi de 3.442 milhões de RPKs, uma queda de 32,7% em relação a março de 2019 e 36% em relação ao mês anterior. A queda foi puxada, principalmente, pela demanda internacional, que diminuiu 45% e 39,4% nas comparações anual e mensal, respectivamente. Em abril, como esperado, a situação se agravou, levando a Latam a perder 97% do seu mercado total ao transportar um montante de apenas 161 milhões de RPKs.

O necessário ajuste de oferta realizado pela empresa em abril foi de 94% da capacidade total, quando passou a oferecer 357 milhões de ASKs, contra 5.831 milhões em abril de

2019. Tais números representam apenas a operação da Latam Brasil e estão demonstrados na **Figura 42**. Se considerarmos o Grupo Latam como um todo, a contração da empresa foi ainda mais severa, uma vez que foram cortadas todas as operações das subsidiárias na Argentina, Colômbia, Equador, Paraguai e Peru. Apenas as divisões do Brasil e do Chile, as duas principais do grupo, foram mantidas em funcionamento.

O impacto da pandemia do coronavírus no grupo foi tão grave que, em maio de 2020, as subsidiárias do Chile, Colômbia, Peru e Equador, assim como a holding controladora, entraram com pedido de recuperação judicial nos Estados Unidos. A companhia alegou que o movimento era necessário para que a Latam pudesse se reorganizar e melhorar a sua saúde financeira. Em junho, a subsidiária Latam Argentina foi fechada por tempo indefinido, enquanto a Latam Brasil se juntou ao processo de reestruturação no dia 9 de julho. No mesmo mês, a Latam Equador e Latam Peru retomaram as suas operações domésticas. As medidas e consequências do processo de recuperação judicial do grupo serão aprofundadas no capítulo seguinte.

**Figura 42 - Oferta e demanda da Latam durante a pandemia (ASK/RPK milhões)**



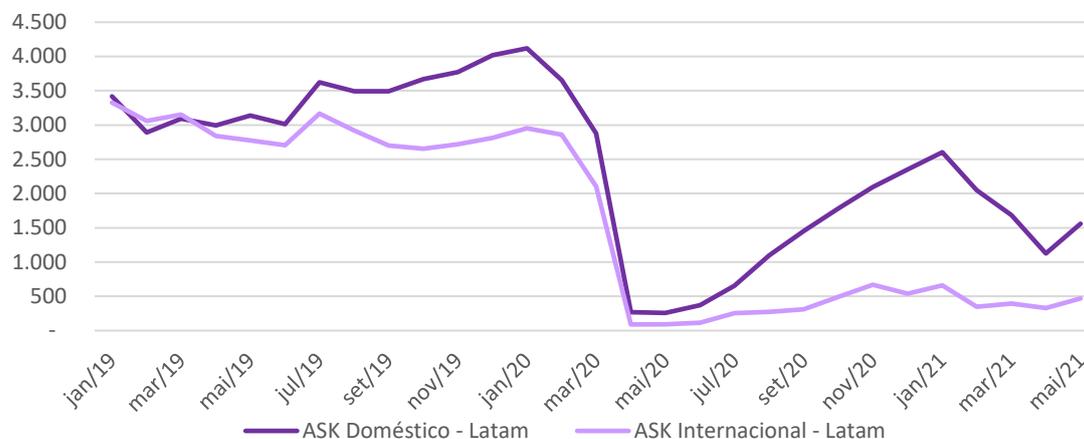
Fonte: ANAC. Elaboração própria.

O impacto da pandemia foi muito mais grave na Latam do que em outras companhias devido, sobretudo, à maior exposição da empresa no mercado internacional. Em períodos normais, mais de 40% da demanda do grupo é oriunda do segmento, que foi o mais afetado pelo coronavírus.

A **Figura 43** apresenta as capacidades doméstica e internacional da Latam, destacando que a divisão voltada para o exterior é muito relevante para a companhia e teve redução maior que a divisão interna. Em abril de 2020, a redução da demanda internacional foi de 99% na comparação anual, levando à uma redução de 97% na oferta de assentos, como

mostra o gráfico. Simultaneamente, a capacidade doméstica diminuiu em 91%, quando foram ofertados 267 milhões de ASKs, contra 2.991 milhões no ano anterior.

**Figura 43 - Capacidade Doméstica e Internacional da Latam (ASK milhões)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A divisão brasileira operou, nos meses de abril e maio, apenas 5% de sua capacidade pré-crise. Em junho, o nível foi ampliado para 9%, levando a oferta a 486 milhões de ASKs. Repetindo o movimento visto nas outras empresas do setor, a demanda começou a se recuperar lentamente no começo do segundo semestre, como mostra a figura acima.

Essa expansão continuou a acelerar durante o terceiro trimestre de 2020, sustentada pela demanda doméstica de lazer. Após operar com menos de 10% da capacidade pré-covid ao longo de todo o segundo trimestre, a Latam conseguiu aumentar o índice para 21% em agosto e 28% em setembro, consolidando a recuperação vista em toda a indústria. Ao dividir o indicador entre os segmentos doméstico e internacional, é possível observar o efeito negativo do *mix* de mercados na empresa.

No mercado doméstico, os meses de agosto e setembro performaram com 31,4% e 41,6% da capacidade pré-crise, respectivamente. Enquanto isso, o mercado internacional performou apenas com 9,3% e 11,5%, comprovando a dificuldade da Latam em lidar com a recuperação mais lenta dos voos para o exterior, operação onde ela tem exposição muito maior que suas competidoras. Em valores absolutos, os ASKs totais oferecidos em agosto e setembro foram, respectivamente, de 1.368 milhões e 1.760 milhões, sendo cerca de 80% do montante oriundo do segmento doméstico.

Uma das alternativas buscadas pela Latam para se recuperar da crise foi através de acordos de *codesharing* com outras companhias aéreas, que permite a venda de passagens

e integração com conexões através do site da empresa parceira. Em junho, foi firmado um acordo do gênero com a Azul, que vigorou até maio de 2021. Alguns meses depois, também foram fechados acordos com a Qatar Airways e a Aeromexico, buscando atrair mais volume para seus voos internacionais. Apesar de ser uma prática comum entre as empresas do setor, a real efetividade deste modelo no aumento do volume de vendas é incerta.

No quarto trimestre, a companhia acompanhou o crescimento da indústria no mercado doméstico, chegando à 55% e 58% da capacidade pré-crise nos meses de novembro e dezembro, respectivamente. No entanto, a performance consolidada foi novamente prejudicada pela lenta recuperação do segmento internacional, que seguiu abaixo de 20% do nível de 2019. Com isso, a operação total da Latam ficou estagnada em 42% da capacidade pré-covid nos últimos dois meses do ano.

Os ASKs totais da companhia totalizaram 2.887 milhões em dezembro, sendo 81% oriundos do mercado doméstico. Analogamente, a demanda foi de 2.303 milhões de RPKs no mês, com 85% vindo do mercado interno. Após um início turbulento da crise, a empresa conseguiu manter equilíbrio entre oferta e demanda, expandindo a oferta em ritmo menor que o volume de passageiros.

A Latam obteve a sua melhor performance durante a pandemia no mês de janeiro, quando operou 3.259 milhões de ASKs, correspondente a 46% da capacidade pré-crise. O desempenho foi recorde tanto no mercado interno, que operou em 63% de capacidade, quanto no internacional, que operou em 22,3%. O movimento foi visto em toda a indústria, alavancado pelo verão e a desaceleração da pandemia nos meses anteriores.

Os meses de fevereiro e março interromperam a recuperação da empresa, impactados pela segunda onda da Covid-19 no Brasil. Em fevereiro, a oferta foi reduzida para 2.398 milhões de ASKs, uma contração de 26% mês a mês, que passou a representar 36,8% da capacidade pré-crise. Novamente, a divisão internacional foi a mais impactada, com corte de 47% da capacidade, indo de 659 para 349 milhões de ASKs.

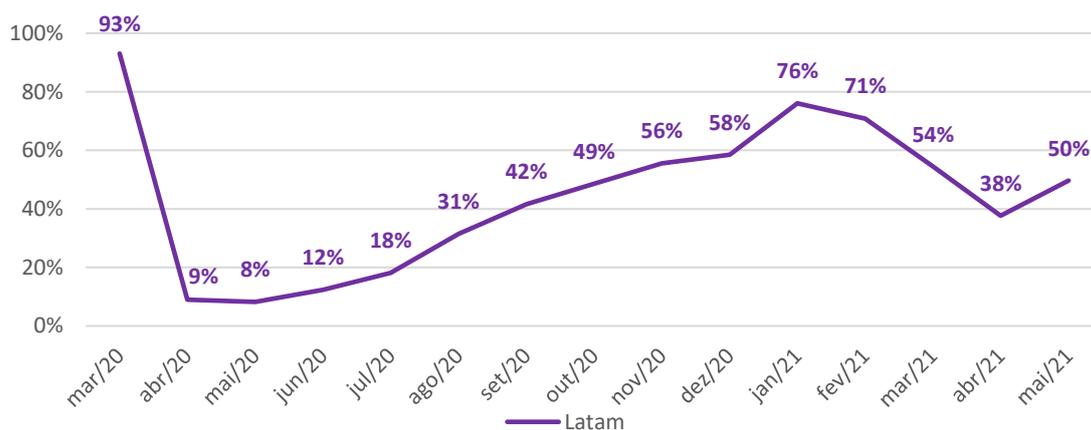
Em março, a capacidade total foi novamente cortada, refletindo o pico da nova onda da doença no Brasil, diminuindo para 33% da oferta pré-crise. Vale notar que, com o avanço da vacinação no exterior e o levantamento de barreiras sanitárias internacionais, o

segmento internacional não recebeu os mesmos cortes do doméstico, tendo a sua capacidade mantida constante entre fevereiro e março.

Para o segundo semestre, a expectativa da Latam e da indústria como um todo é de uma nova trajetória de retomada do mercado, sustentada pelo avanço da vacinação e o recrudescimento da segunda onda da Covid-19, algo que já começou a ser visto em maio. Contudo, assim como na primeira onda, a retomada deve ser mais intensa no mercado doméstico, o que, novamente, prejudicará a performance operacional da Latam contra as suas concorrentes e manterá a empresa em dificuldades financeiras por mais alguns meses.

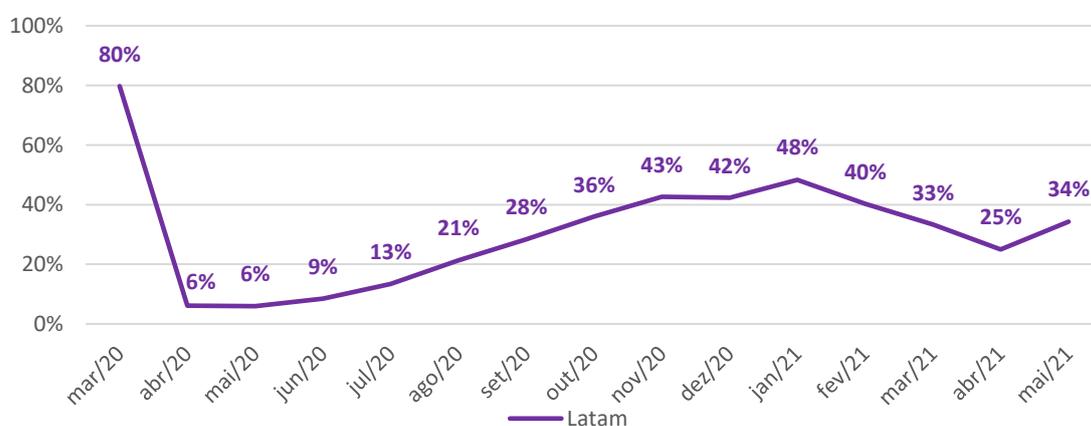
A **Figura 44** e a **Figura 45** mostram a evolução das capacidades doméstica e internacional, respectivamente, em relação à 2019, mostrando o patamar da recuperação da empresa para níveis normalizados.

**Figura 44 - Evolução da Capacidade Doméstica da Latam em relação à 2019**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

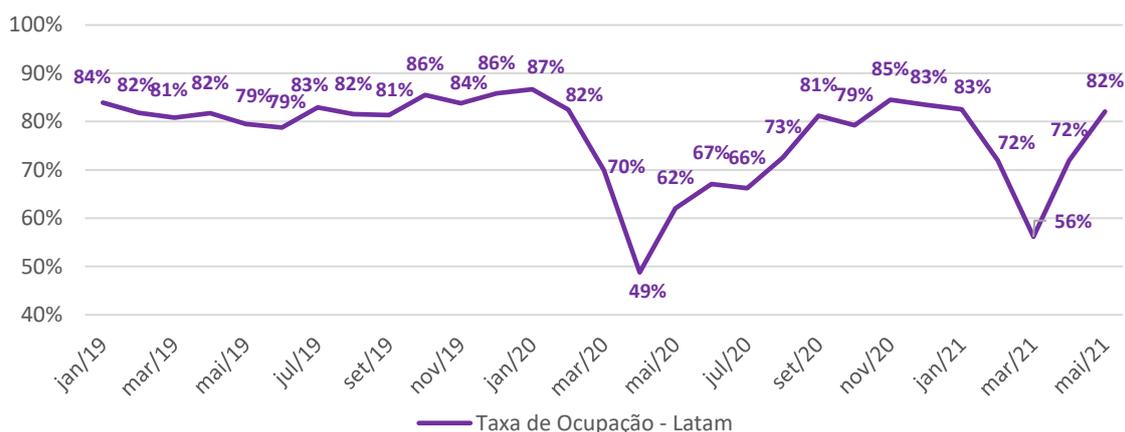
**Figura 45 - Evolução da Capacidade Total da Latam em relação à 2019**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A evolução da taxa de ocupação média da Latam pode ser vista na **Figura 46**. Pelo gráfico, nota-se que a ocupação média caiu violentamente em abril, chegando a 49%, ou seja, menos da metade dos assento-quilômetros oferecidos pela empresa foram ocupados por passageiros. Isso é reflexo de um corte de capacidade pouco eficiente, de maneira que a companhia não conseguiu ajustar a sua oferta ao novo cenário de demanda.

**Figura 46 – Evolução da Taxa de Ocupação Média da Latam**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Os ajustes erráticos de capacidade continuaram nos meses seguintes, evidenciados pela dificuldade da companhia de elevar a taxa de volta para a faixa de 75% a 80%, o que só foi ocorrer em outubro de 2020. Os meses de abril, maio, junho, julho e agosto foram marcados por taxas abaixo dos 70%, algo sem precedentes na história recente da companhia e extremamente danoso à sua saúde financeira.

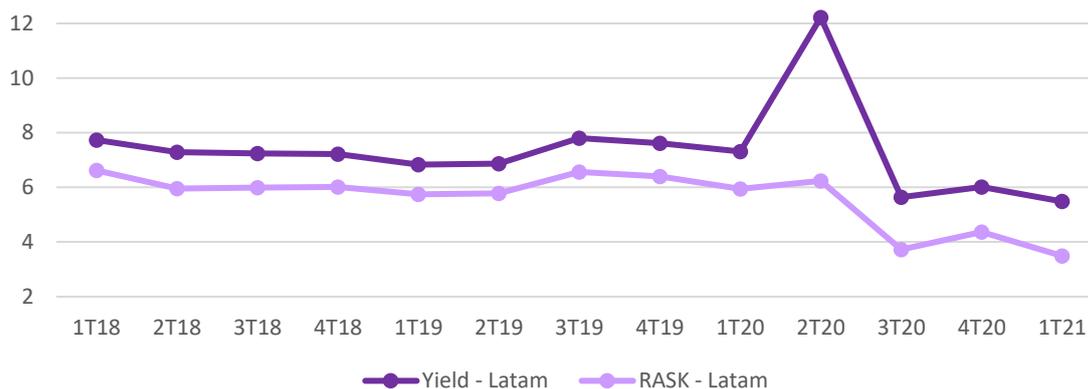
Com a grande performance de toda a indústria no quarto trimestre e melhor refinamento da adição de oferta, a Latam conseguiu sustentar a ocupação acima de 80% em todos os meses até o encerramento do ano. O agravamento da segunda onda em fevereiro e março repetiu o impacto que havia sido observado em abril de 2020, derrubando as taxas de ocupação e obrigando a empresa a realizar cortes de capacidade mais agressivos nos meses seguintes.

Observa-se que os dois picos da pandemia no Brasil, em abril de 2020 e março de 2021, marcaram também os dois pontos mínimos da taxa de ocupação da Latam. Os valores extremamente baixos, de 49% e 56%, comprovam a baixa eficiência da empresa em ajustar a sua capacidade, o que é fruto, em parte, da sua grande exposição no mercado internacional.

Os indicadores de rentabilidade da Latam apresentados na **Figura 47** foram calculados com base no mercado doméstico da divisão brasileira e no mercado internacional de todas as empresas do grupo, uma vez que não são divulgados dados da operação internacional brasileira. Desse modo, há um viés de outras subsidiárias do Grupo Latam, de forma que os números apresentados não são reflexo unicamente das variações de oferta e demanda da Latam Brasil vistas acima.

O aumento no *yield* da companhia, assim como no RASK, no segundo trimestre de 2020 se deu pelo efeito não-recorrente do reconhecimento de um aporte recebido da Delta Airlines por uma parceria com a Latam em 2019, que inflou a receita líquida da companhia. Além disso, a companhia divulga a métrica em dólares americanos, na forma como estão apresentados na figura.

**Figura 47 - Evolução dos Indicadores de Rentabilidade da Latam (US\$ cents)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

Excluídos os efeitos, que não podem ser contabilizados com precisão, o *yield* teria apresentado queda no trimestre, puxado pela grande redução da demanda e o oferecimento de descontos volumosos nas tarifas. A redução na representatividade do segmento corporativo também impactou a rentabilidade da empresa, assim como em suas concorrentes. A variação negativa foi parcialmente compensada pelo aumento da receita do negócio de carga, que foi ampliado após o início da pandemia.

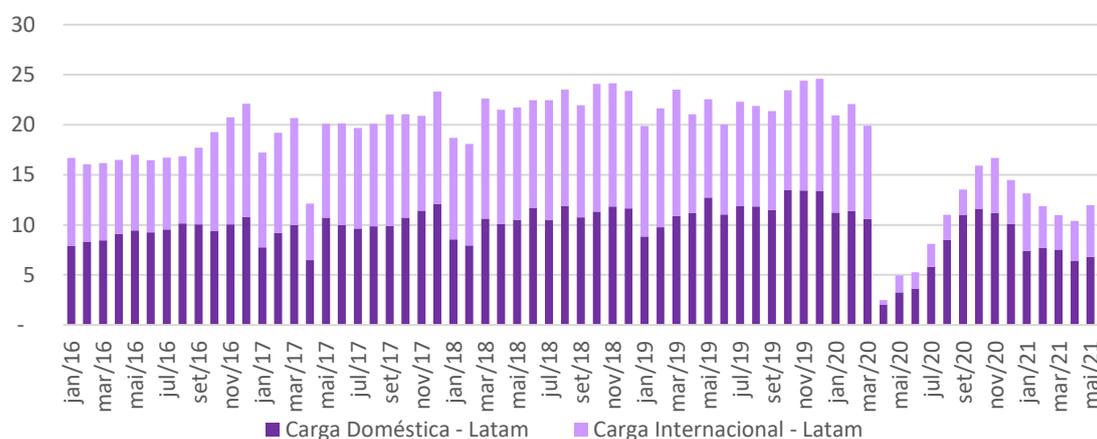
No terceiro trimestre, é possível ver a normalização das métricas de rentabilidade, sem efeitos não-recorrentes, mostrando a trajetória de queda tanto no *yield* quanto no RASK. A Latam seguiu oferecendo grande volume de descontos e outros benefícios na tentativa de estimular a recuperação do setor. A retomada da demanda após a primeira onda da

Covid-19 no Brasil e na América do Sul sustentou a recuperação dos indicadores no final de 2020.

A Latam Cargo, divisão de carga e logística do grupo, conta com a maior frota de aeronaves cargueiras no Brasil e ostentava, antes da crise, o posto de líder de mercado no segmento. A **Figura 48** mostra a evolução do volume de carga transportada pela Latam Brasil antes e depois do início da pandemia, destacando que a divisão transportava, em média, mais de 20 mil toneladas por mês até 2019. Em um primeiro momento, a chegada da Covid-19 e a redução drástica no número de voos, impactou severamente o negócio de carga.

Contudo, a partir de maio, a Latam reforçou a divisão, ampliando a capacidade de carga internacional com voos exclusivamente cargueiros entre o Brasil, a Europa e os Estados Unidos. A empresa também introduziu pela primeira vez uma rota cargueira para a China, utilizada, sobretudo, para o transporte de medicamentos e equipamentos médicos utilizados no combate a pandemia. Em sua frota de passageiros, a companhia converteu diversas aeronaves em cargueiros removendo as poltronas da cabine.

**Figura 48 - Evolução do volume de carga transportada pela Latam (milhares de toneladas)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Além do transporte internacional de mercadorias e medicamentos, a Latam se beneficiou do aumento exponencial da procura por serviços de logística em virtude do sucesso do *e-commerce*, impulsionando o negócio no mercado doméstico. Dessa forma, a Latam Cargo apresentou rápida recuperação, expandindo os volumes em média de 28,4% ao mês entre maio e dezembro. Como mostra a figura, em setembro de 2020, os volumes transportados domesticamente retornaram ao nível pré-crise, chegando a 11 mil toneladas de

mercadorias. O segmento internacional de carga, apesar de ter sido reforçado com voos cargueiros, continuou abaixo dos níveis de 2019, uma vez que os voos de passageiros – que transportavam carga nos porões – permaneceram com oferta extremamente reduzida.

O bom desempenho da Latam Cargo durante a pandemia foi alcançado mesmo com redução da capacidade, uma vez que o volume de voos foi drasticamente reduzido após o início da crise. O bom resultado foi obtido através de maior ocupação dos porões das aeronaves com mercadorias e a ampliação do espaço de carga de aviões de passageiros com a remoção de poltronas, que permitiu melhor aproveitamento dos voos.

#### **6.4.4 Comparativo**

Depois de analisar individualmente os impactos operacionais da pandemia nas três grandes companhias aéreas brasileiras, podemos comparar a performance de cada uma vis-à-vis suas competidoras. A evolução do mercado total de Azul, GOL e Latam, do ponto de vista tanto da oferta quanto da demanda, é apresentada na **Figura 49**.

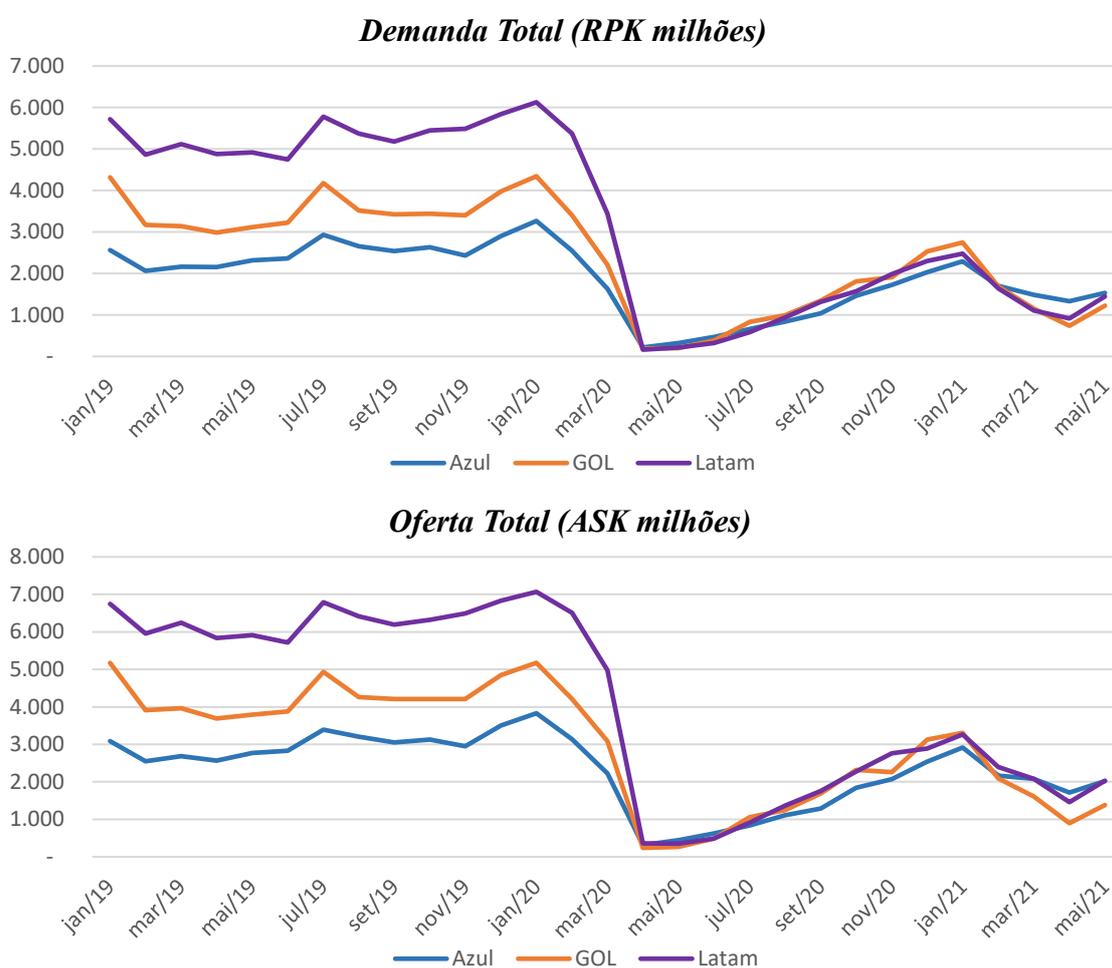
Como foi visto no tópico anterior, o choque inicial da Covid-19 no Brasil se deu em meados de março de 2020, acentuando-se no mês seguinte. A contração do mercado aproximou as três empresas em volume, tirando a larga liderança da Latam nos anos anteriores. Essa vantagem era, em grande parte, oriunda do mercado internacional, onde a companhia chileno-brasileira tem exposição muito maior. No mercado doméstico, a divisão do mercado é mais igualitária, como será analisado mais a frente.

O fechamento de fronteiras internacionais na tentativa de conter o avanço do vírus cessou completamente o mercado externo de aviação, ao passo que o mercado doméstico se manteve minimamente operante. A Latam viu sua demanda diminuir 96,7% em abril de 2020, enquanto Azul e GOL apresentaram quedas de 89,9% e 93,6%, respectivamente.

A continuidade do arrefecimento do mercado internacional nos meses de retomada da demanda doméstica impediu a Latam de recuperar a distância para as duas concorrentes. No segundo trimestre inteiro, a companhia apresentou o menor volume de passageiros entre as três, apesar de manter a segunda maior capacidade ofertada. A partir do terceiro trimestre, com a gradual abertura de fronteiras após o pico da pandemia nos países desenvolvidos, a demanda internacional apresentou alguma recuperação, o que permitiu à Latam reaver parte de seus volumes.

Ainda assim, o mercado seguiu sendo o mais afetado pela nova realidade, operando à capacidade de menos de 20% do nível pré-crise ao longo de todo o ano de 2020. Isso motivou a GOL a cessar completamente suas operações internacionais, o que foi positivo do ponto de vista da liberação de frota para operar domesticamente durante a retomada ou ser devolvida ao arrendador para reduzir custos. A Latam, por possuir grande quantidade de aeronaves *wide-body*, não conseguiu realocar sua frota para o mercado doméstico e ficou sem ter o que fazer com esses “gigantes”, problema que também foi enfrentado pela Azul (em menor escala).

**Figura 49 - Oferta e Demanda Total do Mercado Durante a Pandemia**

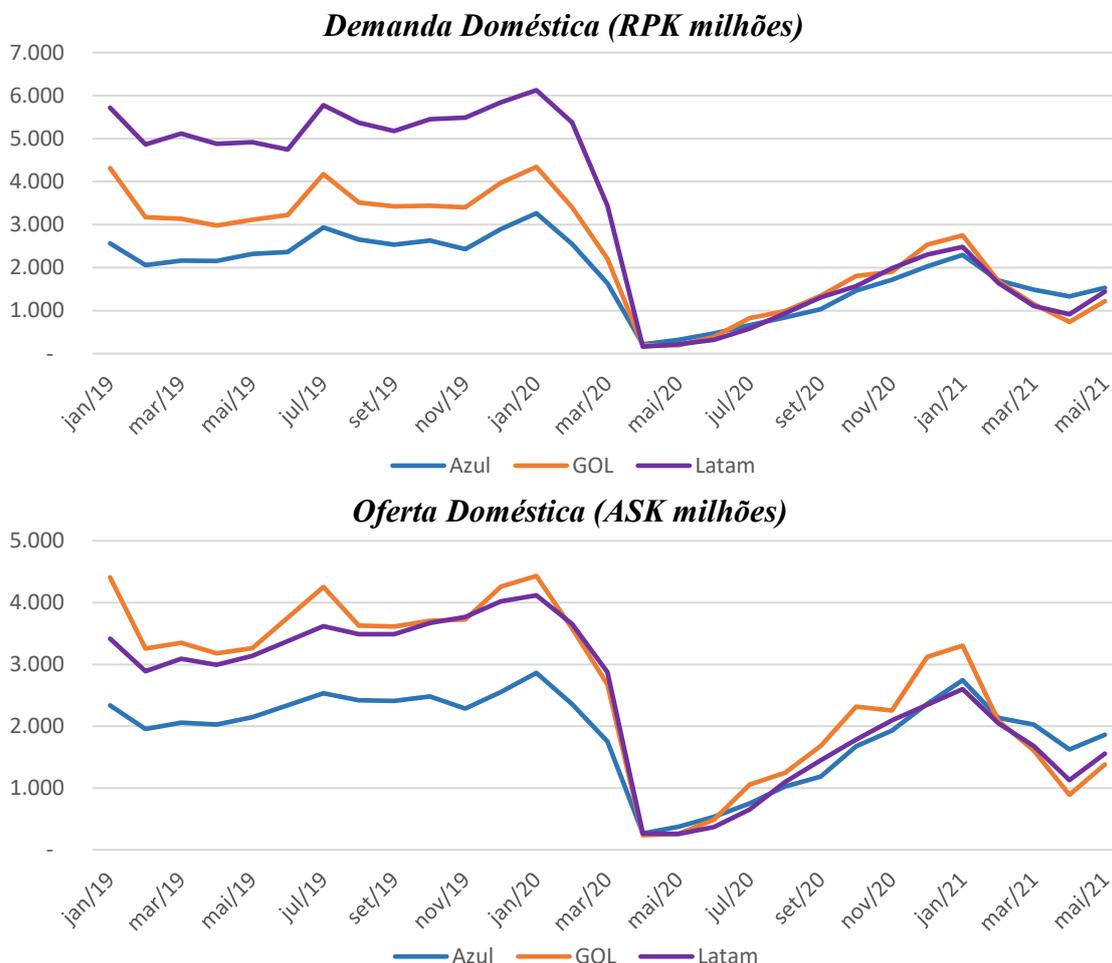


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Como a exposição ao mercado internacional é extremamente diferente de empresa para empresa, fruto de diferentes estratégias e frotas, uma comparação no escopo apenas do mercado doméstico se mostra útil para analisar a resposta de cada uma à crise. A **Figura 50** apresenta a evolução do mercado doméstico entre 2019 e 2021 e as variações

provocadas pela pandemia. Sob esse plano, a participação de mercado das três empresas é mais próxima, já que GOL e Azul são negócios voltados para o mercado brasileiro.

**Figura 50 – Oferta e Demanda Doméstica do Mercado Durante a Pandemia**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

De qualquer forma, nota-se que o segmento também sofreu um impacto muito forte com a pandemia e a introdução de medidas restritivas à circulação em todos os estados brasileiros. Inicialmente, a GOL liderou os cortes de capacidade, algo que condiz com a estratégia adotada pela empresa nos últimos anos, sempre priorizando rentabilidade em detrimento de crescimento. A companhia cortou 92,6% de sua capacidade em abril, sendo seguida por Latam e Azul, que cortaram 91% e 89%, respectivamente.

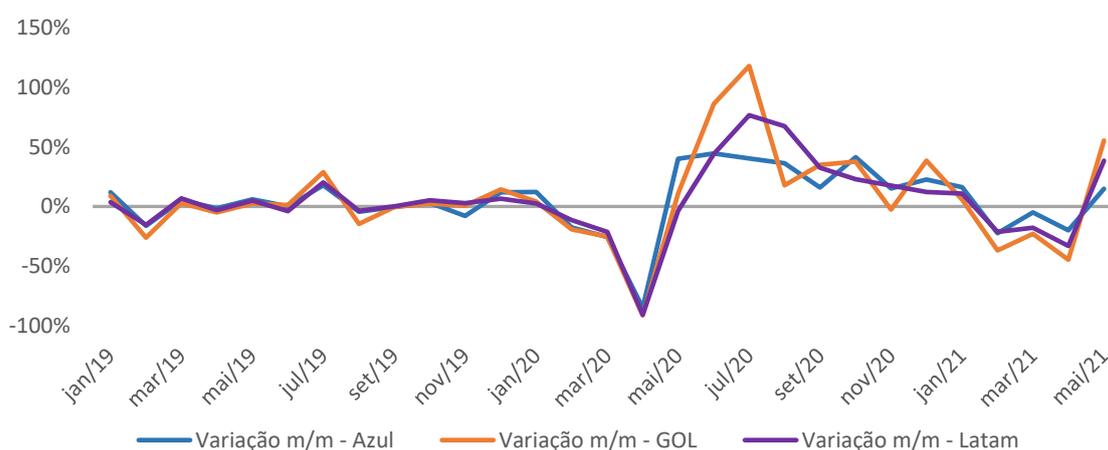
Dessa forma, a Azul saltou para a primeira posição em volume no segundo trimestre, que marcou o pico da primeira onda da pandemia no Brasil. Em parte, esse efeito se deu pela frota diversificada da empresa, que conseguiu manter voos operando com aviões menores e, conseqüentemente, custos menores. Enquanto a Azul possui pequenos aviões de 9 e 70 assentos, as menores aeronaves de GOL e Latam possuem mais de 150 lugares, o que

torna a operação não-rentável em determinadas rotas durante tempos de baixa demanda, obrigando as empresas a cortarem totalmente esses voos da malha.

Outro fator que contribuiu para o impacto mais ameno na empresa fundada por David Neeleman foi a menor concentração da malha aérea nas rotas entre grandes cidades, sobretudo nas que são dominadas por passageiros executivos. GOL e Latam viram os volumes de viagens de negócios entre Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília serem drasticamente afetados pela introdução do trabalho remoto nas grandes empresas, ao passo que a Azul continuou transportando trabalhadores dos setores de agronegócio e infraestrutura no Norte e Nordeste do país. No entanto, deve-se ressaltar que a empresa também sofreu com a ausência do mercado de executivos, evidenciada pela **Figura 28** apresentada no tópico anterior.

Durante a recuperação da indústria no terceiro trimestre, a GOL reassumiu a liderança do mercado. A **Figura 51** mostra que a empresa adicionou, com folga, o maior volume de capacidade no setor nos meses de junho e julho, revertendo a sua estratégia cautelosa nos primeiros meses da crise. O período também marcou a aceleração dos volumes da Latam, enquanto a Azul realizou aumentos mais ponderados, muito pelo fato de que já estava com mais capacidade operacional que as outras desde o início da pandemia.

**Figura 51 - Variação Mensal da Capacidade Doméstica**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

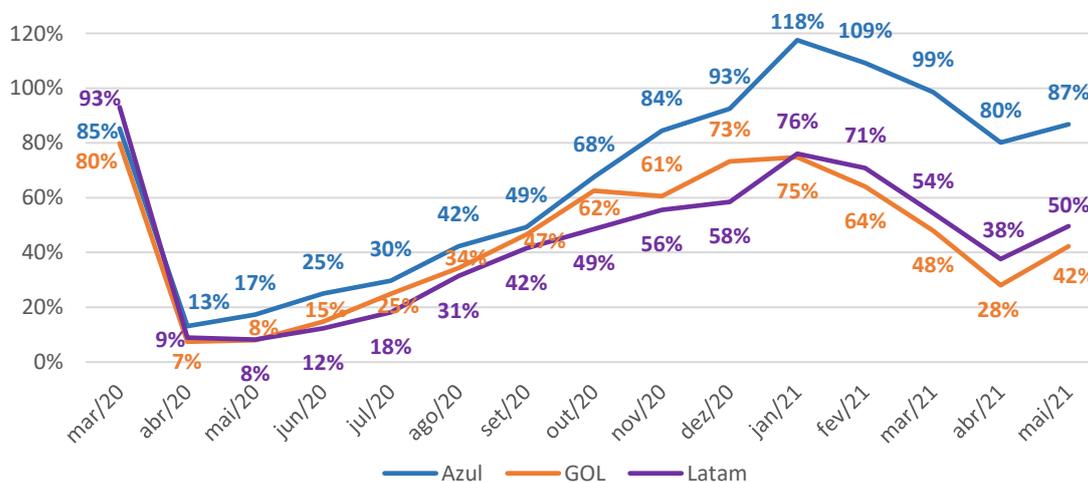
Nos dois últimos trimestres de 2020, o mercado cresceu com força, amparado pela desaceleração da pandemia no país e a recuperação da economia. Ainda em junho, a GOL voltou a sustentar a liderança que possuía antes da crise, conseguindo obter vantagem até maior sobre uma Latam em dificuldades financeiras e com alocação de frota limitada pelos *wide-bodies*. Paralelamente, a Azul, embora de volta à terceira posição no mercado,

reduziu o *gap* drasticamente em relação à 2019, solidificando ainda mais a trajetória de consolidação que já era vista desde 2015.

As três empresas cresceram em ritmos semelhantes ao longo do quarto trimestre, adicionando entre 30 e 40% de capacidade por mês, exceto em novembro, quando a GOL voltou a reduzir a oferta para recompor os seus índices de ocupação e corrigir a alta acelerada vista nos meses anteriores. Contudo, a companhia seguiu ampliando a liderança no mercado, chegando em janeiro de 2021 com volumes substancialmente maiores que Azul e Latam.

A essa altura, a indústria já havia recuperado boa parte do mercado pré-pandemia, como mostra a **Figura 52**. GOL e Latam iniciaram 2021 com 75% e 76%, respectivamente, da capacidade doméstica de 2019, um grande avanço frente os 7% e 9% vistos no auge da primeira onda. A Azul, depois de cortar menos oferta no começo da crise e acelerar o crescimento durante a recuperação do setor, conseguiu expandir o negócio doméstico acima do nível de 2019 já em janeiro de 2021, sendo a única companhia a possuir expansão líquida das operações após o início da pandemia.

**Figura 52 - Percentual da Capacidade Doméstica sobre o Pré-Crise (2019)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

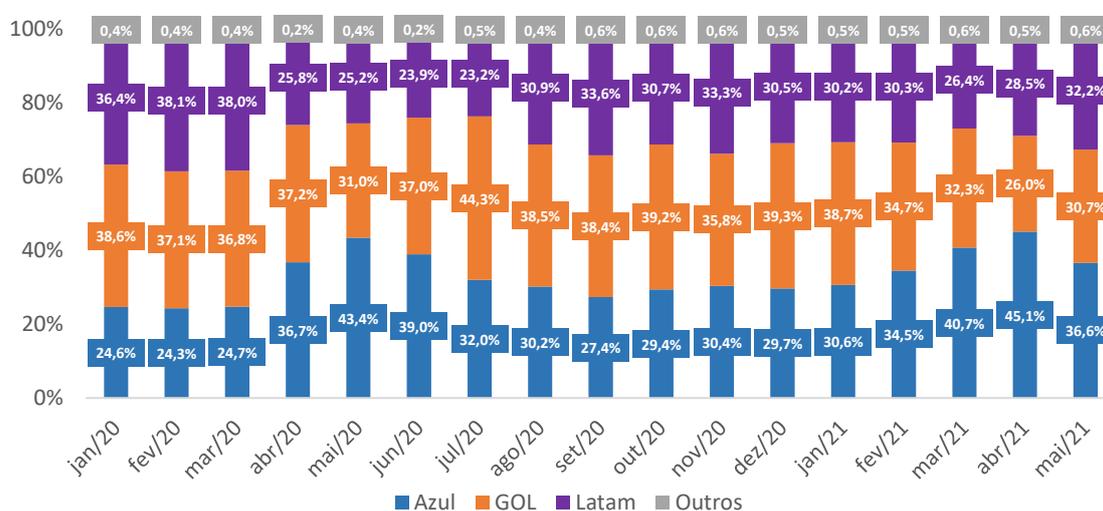
O agravamento da segunda onda da doença no país interrompeu o ciclo de forte recuperação do setor e obrigou as empresas a novamente cortarem voos para se ajustarem a menor demanda. Menos expansionista das três, a GOL liderou a nova rodada de cortes, reduzindo a sua oferta doméstica em 36,7% em fevereiro e mais 23% em março. Analogamente, a Latam teve cortes de 21% e 18% em cada mês, enquanto a Azul se

contraíu em 22% e 4,9%, respectivamente. Nota-se que, em março, a última realizou uma redução de oferta bem mais discreta.

Nesse cenário, a Azul voltou a liderança do mercado e abriu a maior diferença para as competidoras em sua história, ao ofertar 2.029 milhões de ASKs domésticos, ou 99% da capacidade pré-crise (março de 2019), contra 1.608 milhões da GOL (48%) e 1.682 milhões da Latam (54%). Embora o efeito seja claramente temporário, haja vista a breve liderança de mercado conquistada pela Azul em abril de 2020, destaca-se a agressiva estratégia de capacidade da companhia em meio ao período mais difícil da história do setor aéreo.

Essas constantes alterações na divisão do mercado ao longo da pandemia podem ser vistas na **Figura 53**, que apresenta a evolução do *market share* doméstico em 2020 e 2021. Azul, GOL e Latam entraram na crise com participações de 24,7%, 36,8% e 38%, respectivamente. Nos períodos anteriores, GOL e Latam se alternaram recorrentemente na posição de liderança do mercado, enquanto a Azul ganhou relevância lentamente, crescendo o seu *share* ao longo dos anos.

**Figura 53 – Evolução do Market Share Doméstico Durante a Pandemia**



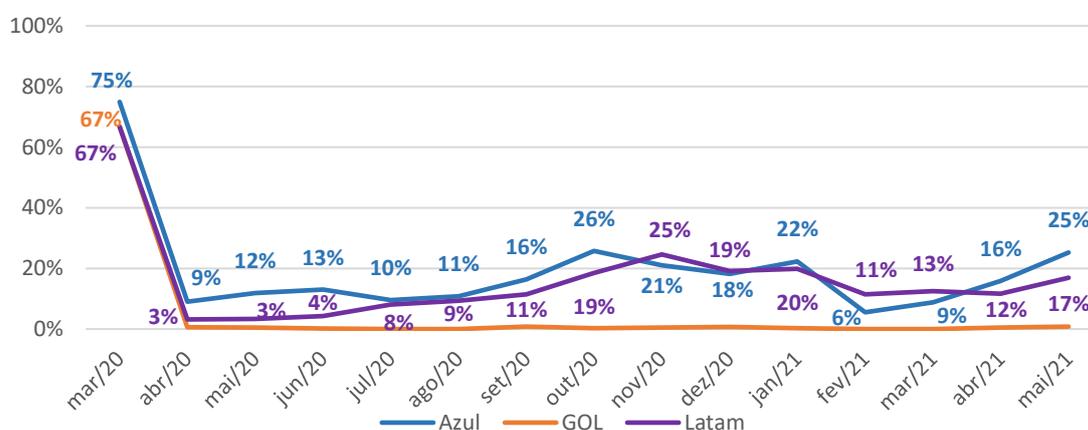
Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Como foi abordado, estratégia agressiva de volume da Azul a levou a ganhar mais participação nos períodos de maior contração da indústria, especificamente nos picos das duas ondas da Covid em abril de 2020 e março de 2021. Em contrapartida, a GOL, mais cautelosa na gestão de capacidade, foi quem mais perdeu *share* nesses momentos, buscando recuperar o espaço à medida em que o mercado apresentou melhora. A Latam,

por sua vez, adotou uma estratégia intermediária, o que pode ser observado com mais clareza pela **Figura 51**, onde a variação de capacidade da empresa permanece entre as duas concorrentes na maior parte do tempo.

Voltando ao mercado internacional, a **Figura 54** evidencia o quanto o impacto da pandemia nesse segmento está sendo duradouro. Em nenhum momento durante a crise as companhias conseguiram recuperar mais de 26% da capacidade anterior. A GOL cortou toda a operação internacional desde maio de 2020, operando apenas voos fretados para repatriamento de brasileiros e transporte de equipes de futebol em competições sul-americanas.

**Figura 54 – Percentual da Capacidade Internacional sobre o Pré-Crise (2019)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

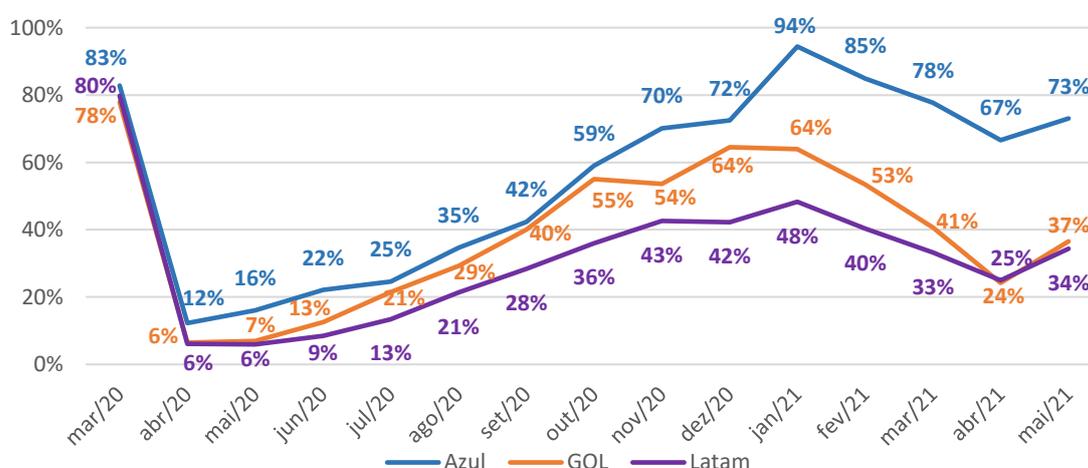
Como foi visto, o desempenho fraco do mercado internacional, mesmo após a recuperação da indústria doméstica no segundo semestre de 2020, é explicado pelo aumento da preocupação com segurança sanitária ao redor do mundo. Ao longo de toda a crise, diversos países mantiveram fronteiras fechadas ou com restrições à entrada de estrangeiros – como a exigência de exame RT-PCR negativo e/ou quarentena de quinze dias em hotel pré-determinado –, o que, obviamente, atrapalhou o tráfego internacional de passageiros. Em segundo, a crise econômica, aliada a depreciação do real frente ao dólar americano, diminuiu o nível de renda da população, desestimulando a realização de viagens para o exterior.

Pelos motivos citados acima, há o consenso, em toda a indústria, de que o mercado internacional terá a recuperação mais lenta. Dessa forma, as companhias que possuem frota de aeronaves *wide-body* precisaram buscar alternativas para não deixar os aviões parados em solo. A Azul optou por utilizar a frota domesticamente em voos de maior

distância ou para o transporte exclusivo de carga. A Latam aderiu apenas a segunda opção, removendo as poltronas dos aviões para transformá-los em cargueiros. A empresa também se desfez de parte de sua frota, devolvendo-a para arrendadores como forma de reduzir custos.

Por fim, observa-se a recuperação da indústria de maneira consolidada, incluindo os segmentos doméstico e internacional, pela **Figura 55**. O gráfico corrobora com o impacto maior sofrido pela Latam, assim como o crescimento arrojado da Azul.

**Figura 55 – Percentual da Capacidade Total sobre o Pré-Crise (2019)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

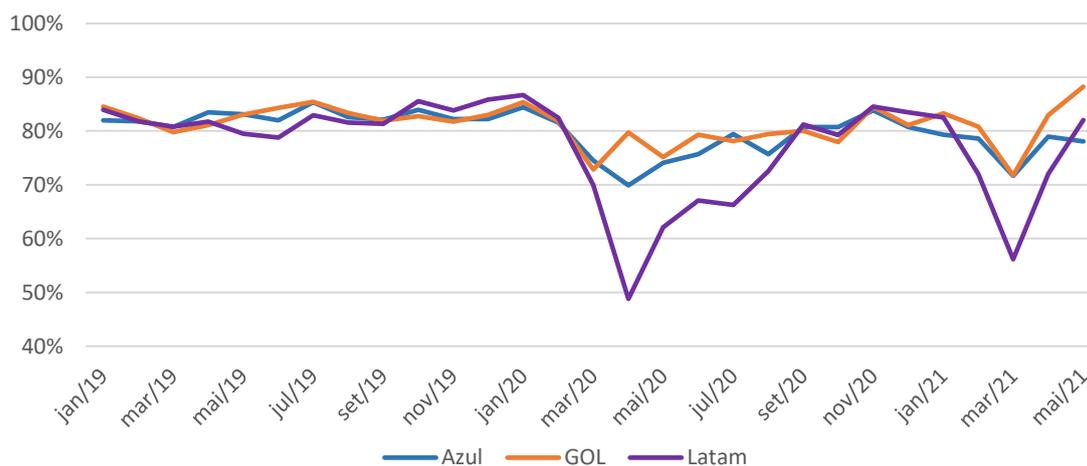
Ao observar a evolução das taxas de ocupação, conforme a **Figura 56**, é possível analisar com mais precisão a gestão do equilíbrio entre oferta e demanda executada por cada empresa. Primeiramente, nota-se que a GOL teve a reação mais efetiva quando a crise estourou em abril de 2020, conseguindo levar a ocupação aos 80%, versus 69% da Azul e alarmantes 49% da Latam.

O sucesso da GOL na manutenção de ocupação elevada foi fruto da estratégia conservadora da companhia na gestão de capacidade, garantindo as melhores taxas do setor durante a maior parte da crise. Nota-se que, quando a adição de oferta foi acelerada nos meses de setembro e outubro, a ocupação caiu, levando a empresa a prontamente cortar capacidade em novembro – justamente no meio da recuperação da indústria – para recompor a taxa.

A Azul foi pouco efetiva no quesito ocupação, uma vez que o indicador foi negativamente afetado pela estratégia de reduzir menos oferta para ganhar participação no mercado. Por conta disso, a ocupação teve impacto inicial maior, atingindo o ponto mínimo de 69% em

abril de 2020 e sendo gradualmente recomposta nos meses seguintes. Por outro lado, a frota diversificada da empresa, que permitiu colocar aviões menores para percorrerem rotas com menos passageiros, foi um fator que contribuiu positivamente para a composição da taxa. A Latam teve a gestão de ocupação mais errática do setor, apresentando dificuldades para manter o índice acima de 70%.

**Figura 56 – Evolução das Taxas de Ocupação Durante a Pandemia**



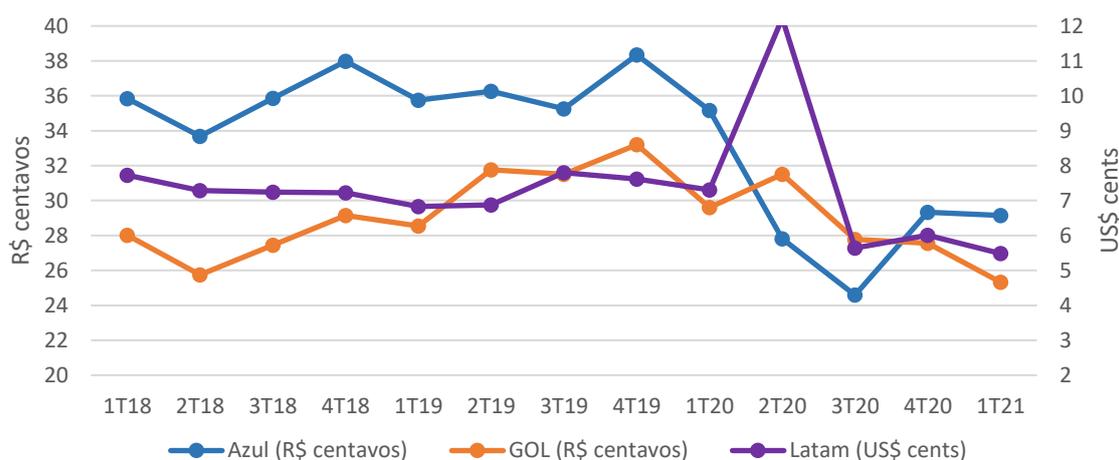
Fonte: ANAC. Elaboração própria.

Com a chegada da segunda onda no final do primeiro trimestre de 2021, as taxas de ocupação sofreram novos choques negativos e obrigaram as empresas a cortarem capacidade para recompor o indicador. Novamente, a Latam se mostrou a companhia com menor agilidade para ajustar a oferta, ao sofrer a maior queda de ocupação do setor. A taxa chegou à 56% em março de 2021, versus 72% de GOL e Azul, sendo maior apenas que a ocupação da própria Latam no pico da primeira onda.

No que se refere à rentabilidade, os *yields* das companhias aéreas sofreram com a redução da demanda e a piora no *mix* de clientes. A questão *mix* se tornou um problema pelo fato de os segmentos de passageiros corporativos e internacionais, que possuem as tarifas mais caras, terem sido os mais impactados pela pandemia.

As diferentes variações mostram a postura que cada empresa adotou na condução de seus preços frente a crise. Conforme a **Figura 57**, vê-se que a Azul foi a empresa que mais diminuiu preços em um primeiro momento, o que se deu através de descontos e promoções nas tarifas para tentar estimular a demanda. A Latam (que teve a métrica de *yield* positivamente viesada por um efeito não-recorrente no segundo trimestre de 2020) seguiu o mesmo caminho, sobretudo no terceiro trimestre de 2020.

**Figura 57 - Evolução dos Yields Durante a Pandemia por Empresa**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

Na contramão do setor, a GOL não ofereceu descontos em grande escala, alegando que a medida não iria estimular a demanda, preservando o *yield*. No entanto, percebe-se que a empresa passou a reduzir os preços nos períodos seguintes para capturar a demanda no final do ano e não perder mercado para as concorrentes, que já estavam com preços substancialmente mais baixos.

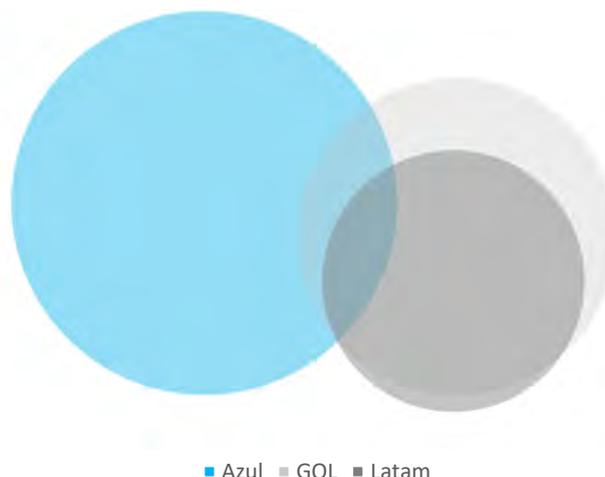
Além disso, observa-se que a Azul, após dois trimestres de diminuição agressiva de preços, teve que recompor o *yield* no quarto trimestre, invertendo a tendência vista nos seis primeiros meses da crise. Ao mesmo tempo, a GOL seguiu vendo o *yield* diminuir mais que as concorrentes, passando a ter a menor taxa no primeiro trimestre de 2021.

Um fator importante para a dinâmica de preços é a sobreposição de rotas entre as companhias. Em rotas onde todas as três operam, como na ponte aérea Rio-São Paulo e em outras grandes cidades, a disputa de preços se intensifica, reduzindo as tarifas e, conseqüentemente, o *yield* médio. Inversamente, em rotas onde há apenas uma operadora, o poder de precificação aumenta devido à falta de competição.

A **Figura 58** mostra a sobreposição de rotas no mercado doméstico entre as três grandes empresas em janeiro de 2021. Como se pode observar, a Azul possui o menor *overlap*, sendo a única operadora em mais de 80% das rotas de sua malha aérea. Tal fato é resultado de um direcionamento estratégico da empresa, que buscou se posicionar em mercados regionais alternativos para evitar a competição. GOL e Latam, ao contrário, possuem grande sobreposição, uma vez que ambas são mais voltadas para o mercado de grandes

idades. O efeito é mais intenso na Latam, que é a única operadora em menos de 10% das suas rotas.

**Figura 58 - Sobreposição de Rotas entre as Companhias (janeiro de 2021)**



Fonte: Azul.

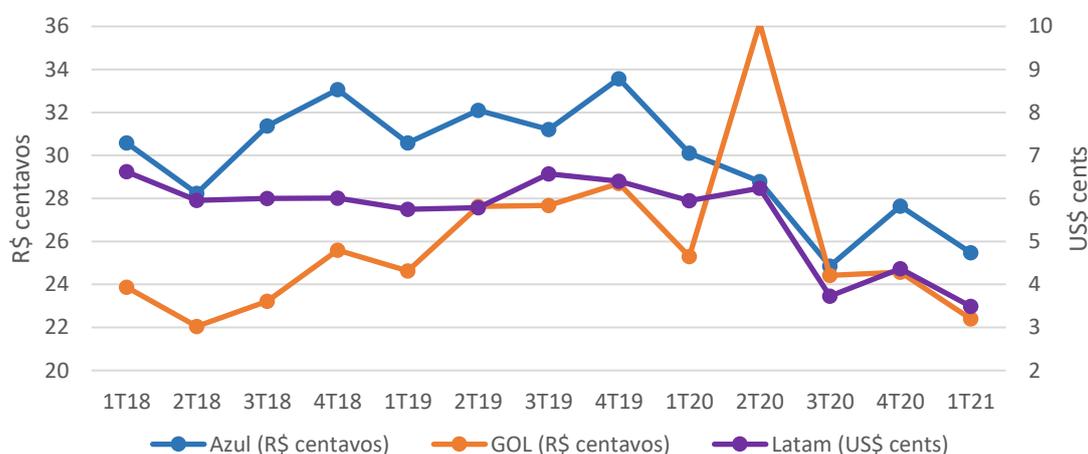
Isso resulta em diferentes dinâmicas de preço para as empresas. A menor sobreposição garante à Azul maior poder de precificação, o que resulta em *yields*, em média, mais altos. Tal poder contribuiu para amenizar a queda de preços carregada pela companhia durante a crise, assim como alavancou os aumentos de preço vistos na retomada. O fenômeno também explica, em parte, as quedas de *yield* observadas por GOL e Latam no final de 2020. O acirramento da competição nas rotas de alto movimento no final do ano obrigou as empresas a diminuírem os seus preços.

Ao analisar o RASK, que tem como *input* a receita líquida total (e não a receita líquida de passageiros), podemos adicionar ao *yield* o efeito das outras linhas de negócios das companhias, em especial, o segmento de carga. A **Figura 59** mostra a evolução do RASK das companhias antes e depois da pandemia. Primeiramente, as trajetórias são descentes ao longo da pandemia pelos mesmos efeitos de preço e descontos vistos nos *yields*. No entanto, vê-se que o transporte de carga provocou alterações na dinâmica de rentabilidade ao longo dos trimestres.

O efeito foi particularmente mais forte para a Azul, fruto de sua operação de carga mais robusta frente à concorrência. Isso proporcionou um aumento de receitas extremamente importante para a empresa, o que ajudou a minimizar os impactos da crise no mercado de passageiros. Observa-se que, mesmo com trajetória negativa, a variação do RASK foi mais suave em relação ao *yield*. Isso vale também para a Latam, que também alavancou

suas operações de carga durante a pandemia. A GOL, por outro lado, só passou a dar mais atenção para o negócio no início de 2021, não tendo visto ainda grandes impactos na sua receita.

**Figura 59 - Evolução do RASK Durante a Pandemia por Empresa**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

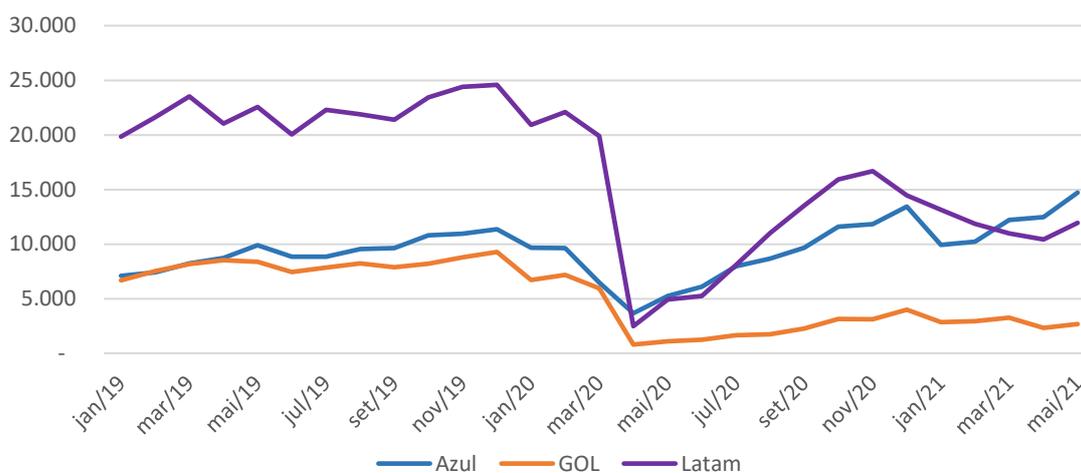
Como mencionado, o transporte de cargas teve um papel fundamental para as companhias aéreas durante a pandemia ao proporcionar uma fonte alternativa de receita em meio à redução na demanda por passageiros. No Brasil, Azul e Latam possuem operações de carga e logística robustas, sendo a Latam mais voltada para carga internacional – assim como a divisão de passageiros – e a Azul mais voltada para carga doméstica.

A **Figura 60** apresenta a evolução do volume de carga total (doméstica e internacional) transportada pelas três grandes empresas brasileiras. Nota-se que, antes da crise, a Latam possuía larga liderança no mercado, sustentada tanto no mercado doméstico quanto no internacional. A Azul, por sua vez, começou a investir de maneira mais consistente na divisão cargueira a partir de 2017, apresentando uma evolução de volume gradual. Em direção contrária, o serviço de carga da GOL não teve crescimento relevante nos últimos anos.

O choque inicial provocado pela pandemia, em abril de 2020, levou à natural queda nos volumes de carga, tendo em vista o corte agressivo de capacidade feito pelas companhias. Como as mercadorias são transportadas, principalmente, nos porões dos voos de passageiros, uma redução na oferta diminuiu também a capacidade de transporte de carga. Observa-se ainda que a queda foi mais suave para a Azul, tendo em vista que a empresa foi a que menos diminuiu a quantidade de voos nos primeiros meses da crise.

No entanto, a chegada da Covid-19 e o subsequente fechamento do comércio de rua impulsionaram de maneira exponencial o volume de mercadorias vendidas nas lojas digitais. Dessa forma, após um breve período de adaptação de algumas aeronaves de passageiros para cargueiras, as companhias aéreas conseguiram aproveitar a explosão do *e-commerce* para alavancar os serviços de carga, refletidos no crescimento acelerado de volumes visto a partir de maio de 2020.

**Figura 60 - Evolução do Volume de Carga Transportada Durante a Pandemia por Empresa (toneladas)**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

O crescimento é ainda mais intenso se analisarmos apenas o segmento doméstico, conforme a **Figura 61**, uma vez que a maior parte das mercadorias comercializadas pelas lojas digitais são oriundas do mercado interno. A recuperação dos volumes se deu de maneira muito mais rápida e acelerada que o mercado de passageiros. Entre maio e dezembro de 2020, o volume transportado pelas três empresas cresceu, em média, 22% ao mês.

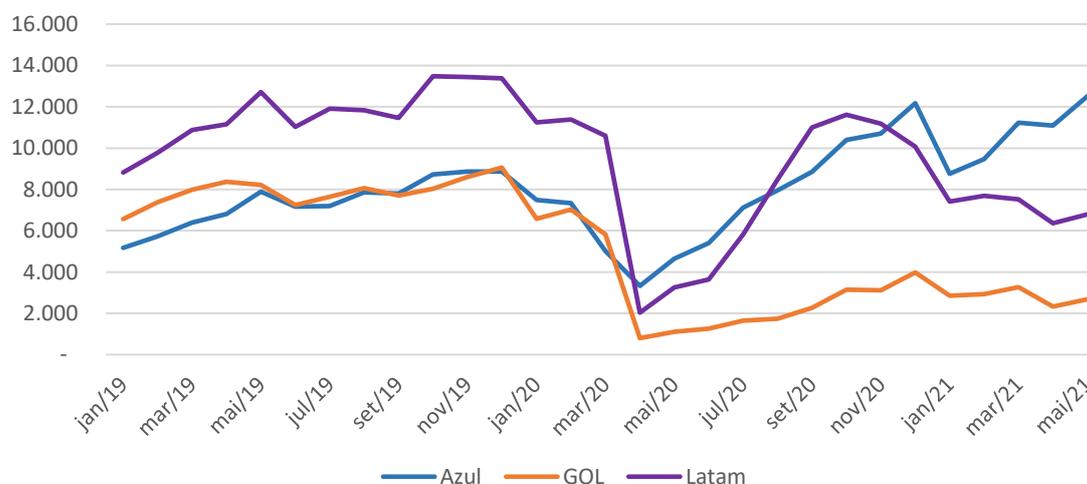
Em dezembro, a Latam transportou aproximadamente 10 mil toneladas de carga, versus 2 mil em maio de 2020, recuperando grande parte do mercado que possuía em 2019. Já a Azul foi, de longe, a empresa que mais se aproveitou da nova tendência do mercado, recuperando o volume de 2019 ainda em setembro de 2020. Em dezembro, o negócio de carga da companhia transportou 12 mil toneladas domesticamente, montante 37% maior que as 8 mil toneladas de dezembro de 2019.

No mesmo mês, a Azul ultrapassou a Latam e se tornou a maior companhia aérea brasileira em volume de carga transportada domesticamente. Em março de 2021, a

empresa ultrapassaria a Latam também no mercado total, se consolidando na liderança do segmento. Os resultados extremamente positivos foram possibilitados pela grande quantidade de investimentos feitos pela empresa na Azul Cargo e a maior capilaridade da malha aérea da companhia. Esses fatores permitiram à empresa oferecer o serviço através de uma rede de logística integrada e eficiente com capacidade de chegar a quase todos os municípios do Brasil em poucos dias, proporcionando grandes vantagens competitivas em relação aos concorrentes.

A GOL, por sua vez, não deu a mesma atenção ao negócio de carga durante a maior parte da pandemia, o que se refletiu nos menores volumes transportados no período, muito abaixo de suas competidoras. Em fevereiro de 2021, no entanto, a empresa anunciou parcerias com companhias de logística terrestre para integrar serviços de entrega e lançou o Super Expresso, sinalizando que está buscando aumentar a exposição no segmento de carga.

**Figura 61 – Evolução do Volume de Carga Transportada Domesticamente Durante a Pandemia por Empresa (toneladas)**

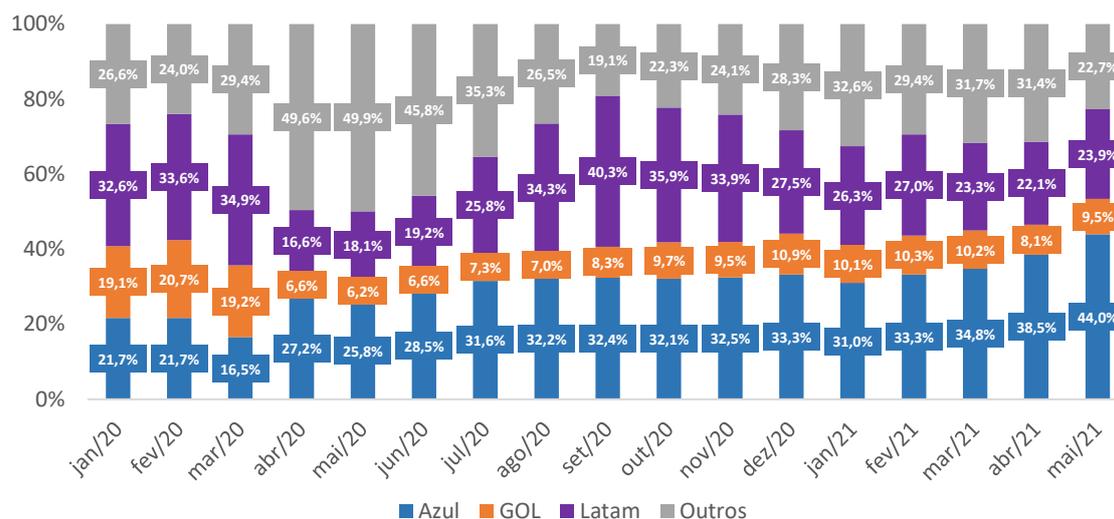


Fonte: ANAC. Elaboração própria.

A **Figura 62** mostra a participação de mercado das empresas ao longo da crise. Como esperado, o bom desempenho da Azul resultou em relevantes ganhos de *share* durante o último ano, saindo de 21% do mercado em dezembro de 2019 para 34,8% em março de 2021. Consequentemente, GOL e Latam perderam uma parcela considerável do mercado, sobretudo a primeira, que teve sua participação reduzida de 21,7% do mercado em dezembro de 2019 para 10,2% em março de 2021.

Além do mais, nota-se que a participação de mercado do componente “Outros” é maior do que no mercado de passageiros, sendo responsável por cerca de 30% do volume. Isso se deve ao fato de que, no mercado de carga, há a concorrência de diversas empresas exclusivamente cargueiras, ao contrário do mercado de passageiros, que está praticamente todo consolidado nas três grandes empresas do setor.

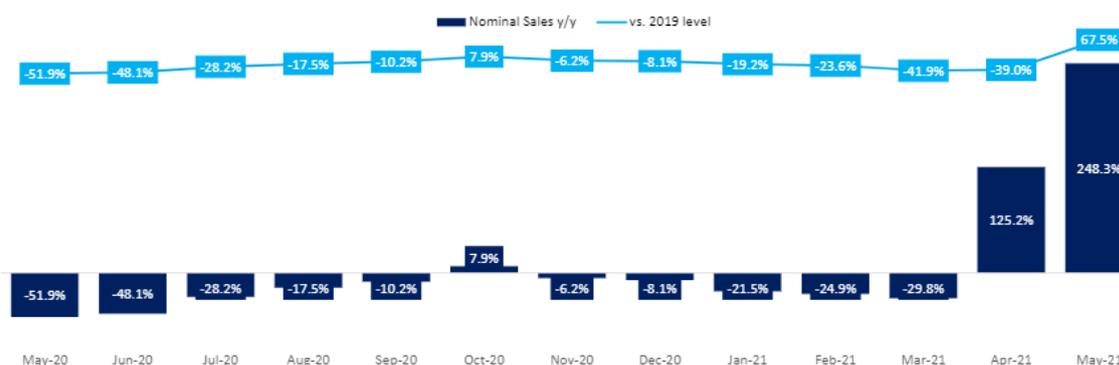
**Figura 62 - Evolução do Market Share de Carga Doméstica**



Fonte: ANAC. Elaboração própria.

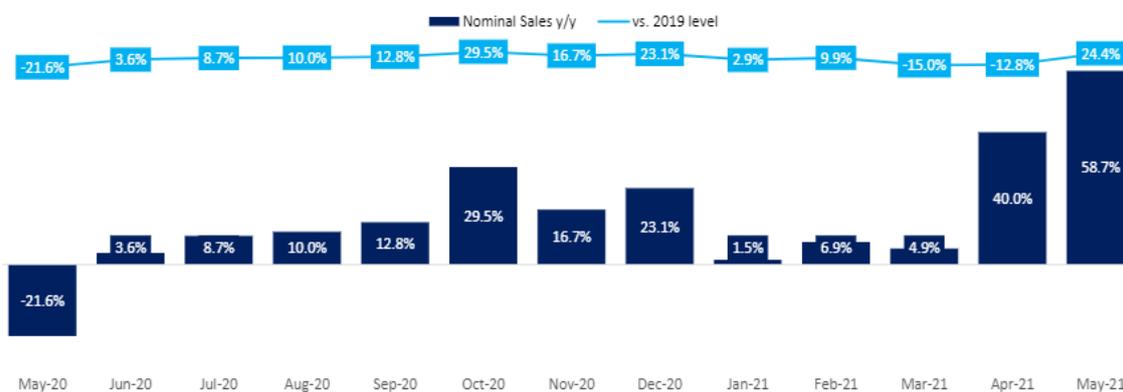
A **Figura 63** e a **Figura 64** mostram o crescimento das vendas do setor de vestuário, eletrônico e mobília – os setores mais representativos no transporte de carga aérea – durante a pandemia. Embora o gráfico englobe os setores como um todo, não apenas as vendas digitais, fica clara a relevância que o *e-commerce* ganhou na pandemia, sobretudo no segmento de eletrônicos, que, em junho de 2020 (quando diversas restrições à circulação estavam vigentes nas cidades brasileiras) já estava com as vendas acima dos volumes pré-pandêmicos.

**Figura 63 - Crescimento das Vendas de Vestuário Durante a Pandemia**



Fonte: BTG Pactual.

**Figura 64 - Crescimento das Vendas de Mobiliário e Eletrônicos Durante a Pandemia**



Fonte: BTG Pactual.

## 6.5 Liquidez e endividamento durante a crise

Como vimos acima, o súbito arrefecimento da demanda com o início da pandemia no Brasil provocou uma contração jamais vista nas operações das companhias aéreas brasileiras. Agora, vamos analisar como esse impacto se deu em termos financeiros para as empresas e o que foi feito para garantir a sobrevivência do negócio em meio à crise.

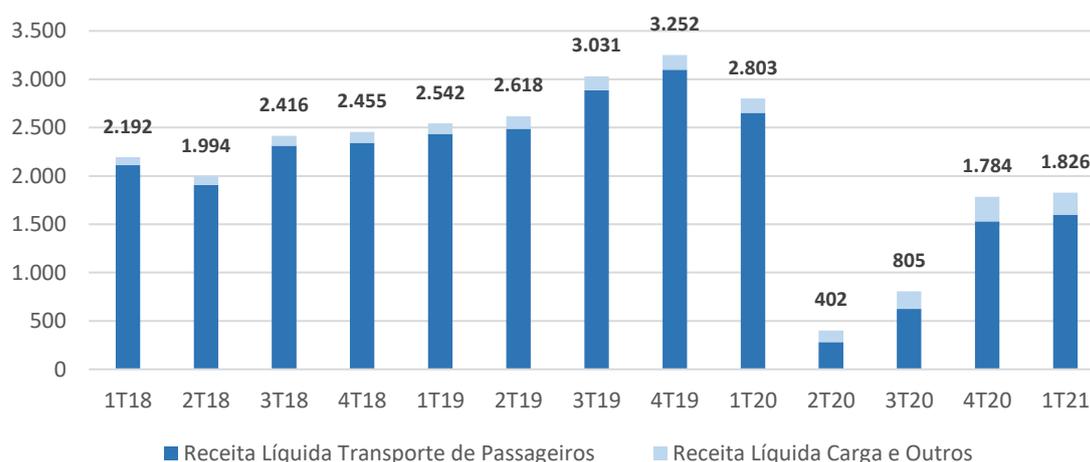
### 6.5.1 Azul

A redução da demanda da empresa começou em meados de março de 2020, no final do primeiro trimestre, quando já foi possível notar uma contração de receita em um período que tradicionalmente é um dos mais fortes do ano, em razão do verão e do carnaval. O trimestre apresentou receita de R\$ 2,8 bilhões, um crescimento anual de 10,3% em relação ao mesmo período no ano anterior, em virtude do crescimento da companhia ao longo de 2019. A **Figura 65** mostra a evolução da receita líquida da Azul durante a pandemia.

No segundo trimestre, auge da primeira onda da pandemia e das medidas de restrição à circulação nas cidades, a Azul registrou receita líquida de apenas R\$ 402 milhões uma redução de 85% em relação ao ano anterior e 86% em relação ao primeiro trimestre, a maior variação negativa já vista na história da empresa. Na segunda metade de 2020, a gradual retomada da demanda e o crescimento exponencial do negócio de carga recuperaram, em parte, a receita da companhia. No quarto trimestre de 2020 e primeiro trimestre de 2021, o faturamento total se aproximou de 60% dos valores atingidos antes da pandemia.

A Azul começou a adotar medidas emergenciais para garantir a saúde financeira durante a crise ainda em março, enquanto o Brasil via as primeiras quarentenas serem implementadas na sociedade. A empresa denominou as iniciativas como Plano de Retomada da Pandemia.

**Figura 65 - Evolução da Receita Líquida da Azul Durante a Pandemia (R\$ milhões)**



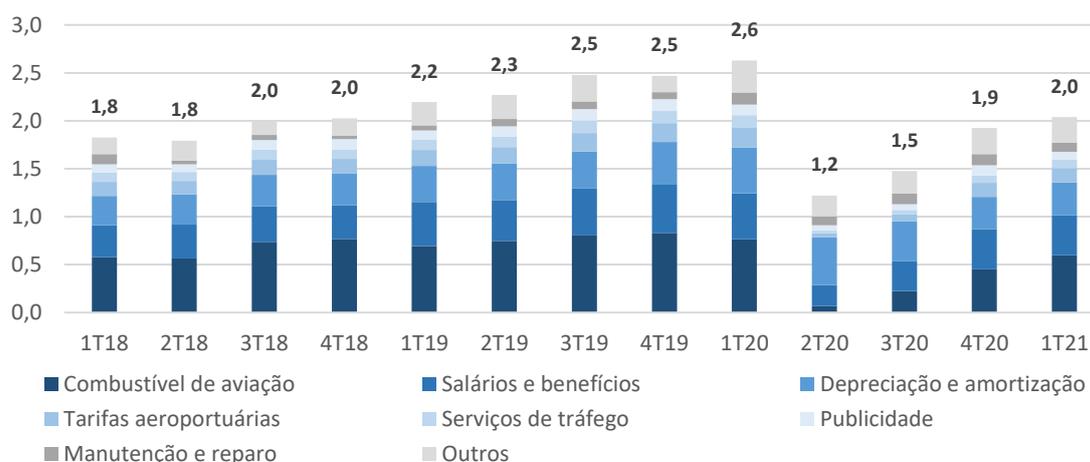
Fonte: Azul. Elaboração própria.

Primeiramente, os próprios cortes de capacidade da empresa reduziram grande parte das despesas, uma vez que 60% dos custos operacionais de um voo são variáveis (combustível). Nesse contexto, as despesas com combustível de aviação apresentaram redução de 91% no segundo trimestre, puxadas pelo corte de capacidade e pela queda de mais de 40% nos preços. No início da pandemia, a recessão econômica provocada pela crise levou os preços internacionais do petróleo a despencarem, puxando para baixo, também, os preços de combustíveis. A economia com tal despesa representou o principal corte de custo na crise, sendo fundamental para a manutenção das operações da empresa.

No campo dos custos fixos, o maior componente são os salários, frente que a Azul também atacou para reduzir as despesas. Foi criado um programa voluntário de licença não-remunerada por 90 dias, que obteve adesão de mais de 10 mil funcionários, correspondente à 78% do corpo da empresa. Na diretoria, foram executados cortes salariais de 25% para gerentes e entre 50% e 100% para executivos e diretores. A companhia também suspendeu contratos de trabalho e reduziu a jornada de funcionários, fazendo uso da Medida Provisória 936/20. Com isso, as despesas com salários e benefícios apresentaram redução de 48,3% no segundo trimestre de 2020.

Dessa forma, as despesas operacionais da Azul totalizaram R\$ 1,2 bilhões no segundo trimestre de 2020, uma redução de 48% em relação aos R\$ 2,2 bilhões do ano anterior e 53% sobre o primeiro trimestre, como mostra a **Figura 66**. Além das economias com combustível e salários, que são os dois maiores componentes das despesas, a empresa reduziu em grande escala os custos com tarifas aeroportuárias e serviços de tráfego, uma vez que eles também são custos variáveis que dependem do volume de voos operados.

**Figura 66 - Evolução das Despesas Operacionais da Azul Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



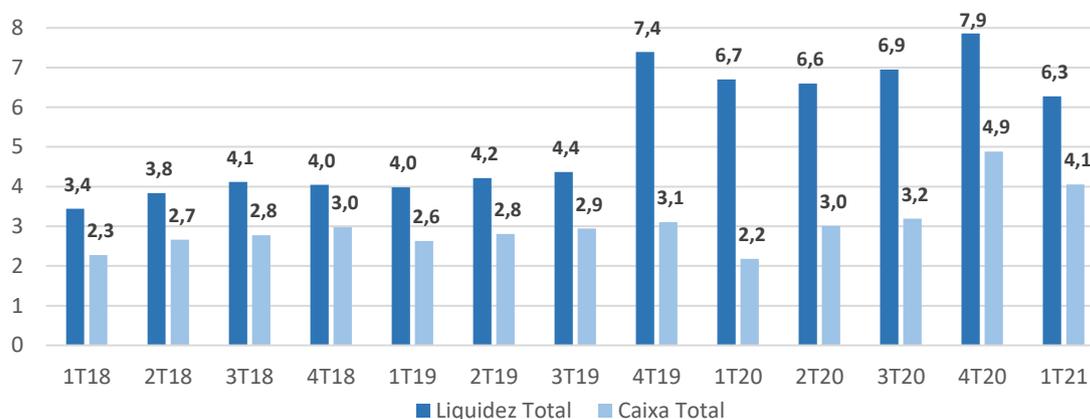
Fonte: Azul. Elaboração própria.

Apesar da importante economia de custos conquistada pela Azul, nota-se que a sua redução foi consideravelmente menor que a variação da receita. Enquanto as despesas se contraíram em aproximadamente 50%, a receita líquida apresentou redução de 85%, evidenciando o prejuízo acumulado pela operação no período. Além disso, a companhia também possui custos não-operacionais relacionados ao endividamento e arrendamento da frota de aeronaves.

Para atravessar esse período de baixíssima receita, a Azul precisou reforçar a posição de liquidez. A **Figura 67** apresenta a evolução dos indicadores de caixa e liquidez da empresa antes e depois da pandemia. O caixa total considera o montante que a empresa possui em caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras de curto e longo prazo, enquanto a liquidez total considera também os recebíveis, reservas de manutenção e ativos disponíveis para venda. Ao final do primeiro trimestre de 2020, a posição de caixa da Azul era de R\$ 2,2 bilhões, enquanto a liquidez total chegou a R\$ 6,7 bilhões. Durante toda a pandemia, a empresa buscou, simultaneamente, reduzir seus gastos e obrigações e

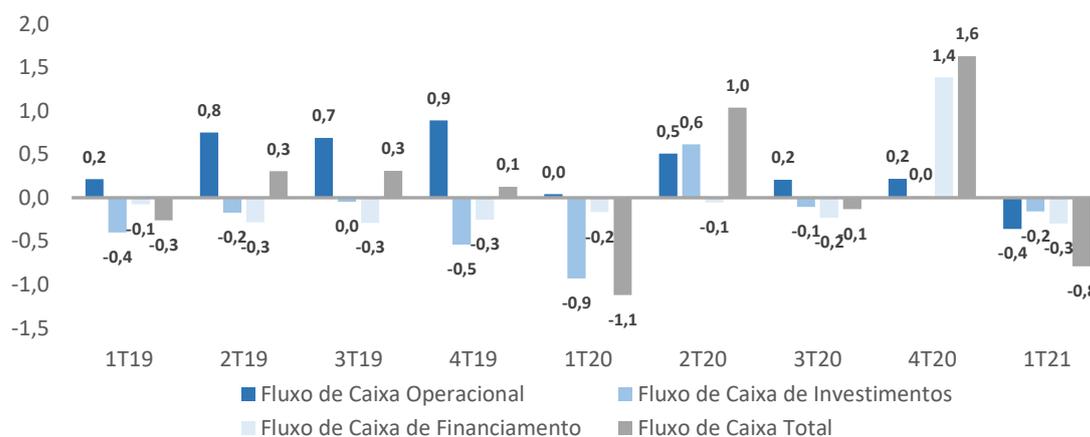
reforçar as disponibilidades. Segundo a companhia, todas as medidas tomadas para controle de gastos e deferimento de pagamentos resultaram em uma economia de R\$ 7 bilhões entre março de 2020 e dezembro de 2021.

**Figura 67 – Evolução do Caixa e Liquidez da Azul Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

**Figura 68 - Fluxo de Caixa da Azul Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

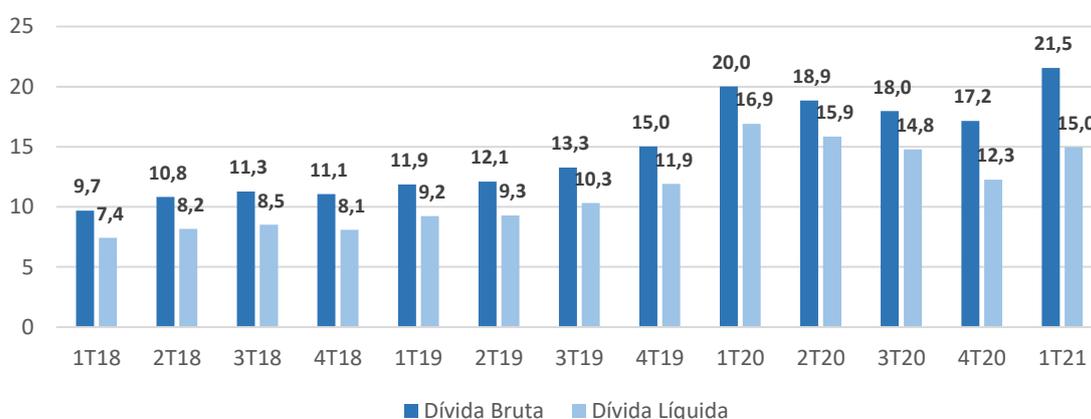
O fluxo de caixa da Azul ao longo de 2020 é apresentado na **Figura 68**. O demonstrativo serve para mostrar as entradas e saídas de caixa da empresa pelas atividades operacionais (operação comercial da empresa), investimentos (despesas com capital e aplicações financeiras) e financiamento (captações ou pagamentos de capital próprio ou de terceiros). No gráfico, vê-se o saldo líquido de todo o dinheiro que entrou e saiu da empresa ao longo de cada trimestre e evidencia os movimentos analisados neste tópico.

No quarto trimestre, a Azul captou aproximadamente R\$ 1,7 bilhões em dívida para retomar a expansão dos negócios em meio a forte retomada da indústria. Com isso, a

empresa encerrou o ano de 2020 com R\$ 4,9 bilhões em caixa, um aumento de 53% em relação ao trimestre anterior. Sobre o endividamento, a **Figura 69** mostra a evolução da dívida bruta e líquida da Azul durante a pandemia. A empresa conseguiu controlar de maneira eficiente o crescimento da sua dívida e não contratou grandes volumes de financiamento nos primeiros meses da crise. No entanto, a maior parte do endividamento da empresa é cotado em dólar, o que fez os valores dispararem no início de 2020.

No primeiro trimestre, a depreciação média do real foi de 29%, o que levou a dívida bruta a saltar para os R\$ 20 bilhões, 33% acima dos R\$ 15 bilhões vistos três meses antes. Nos trimestres seguintes, a depreciação contínua do real continuou afetando negativamente o endividamento. Contudo, o efeito foi compensado por renegociações da dívida com arrendadores, que levou a uma redução no passivo de arrendamento e, conseqüentemente, seguiu o crescimento do endividamento. Como mencionado anteriormente, a única captação relevante de dívida da companhia em toda a crise ocorreu no quarto trimestre de 2020.

**Figura 69 - Evolução do Endividamento da Azul Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

No primeiro trimestre de 2021, a nova alta do dólar, em meio ao agravamento da segunda onda, voltou a afetar os indicadores, colocando o endividamento bruto em R\$ 21,5 bilhões em 31 de março de 2021. Esse patamar é recorde histórico da companhia em termos de endividamento nominal.

Ao descontar o caixa disponível da dívida bruta, obtemos o endividamento líquido mostrado no gráfico. Nota-se que, após disparar no primeiro trimestre de 2020, a dívida

líquida da empresa apresentou redução consistente ao longo de todo o restante do ano, fruto dos reforços de liquidez analisados acima.

A maior parte do endividamento da empresa está no aluguel das aeronaves. Nesse aspecto, a Azul também adotou medidas emergenciais para reduzir as saídas de caixa. Com os arrendadores, foram negociados adiamentos e extensões dos prazos de pagamento para 2023 e 2024, conseguindo reduzir em 77% as despesas de aluguel. Os acordos ainda garantiram um cronograma de pagamento gradual para os próximos anos, baseado em uma recuperação lenta da demanda em 2020 e 2021

Tal medida foi essencial para o caixa, uma vez que, com mais de 80% da frota estacionada nos hangares ou em pátios de aeroportos ao redor do país, esses ativos não estavam sendo remunerados. Segundo a companhia, a renegociação proporcionou uma economia de capital de giro da ordem de R\$ 3,2 bilhões entre 2020 e 2021.

**Figura 70 - Melhorias no Cronograma de Amortização da Dívida da Azul (R\$ milhões)**

*Cronograma de Amortização em setembro   Cronograma de Amortização em novembro*



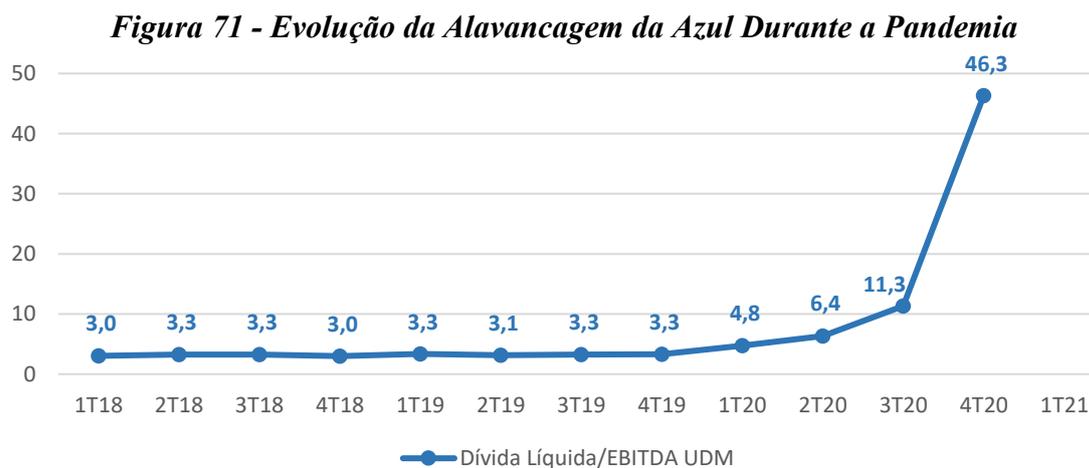
Fonte: Azul.

Em relação à credores e fornecedores, também foram negociadas extensões de prazos de pagamento. A **Figura 70** apresenta o cronograma de amortização das dívidas da Azul, assim como as alterações proporcionadas pela renegociação.

Até o final do terceiro trimestre, a previsão era de que a companhia teria que pagar, até o final de 2021, mais de R\$ 1 bilhão em amortização de dívidas. Depois dos acordos firmados, o montante a ser pago diminuiu para R\$ 425 milhões, sendo o restante adiado para 2022 e 2023. Com isso, a Azul garantiu mais tempo para recompor o seu caixa e pagar as obrigações com os credores.

A **Figura 71** mostra a evolução da alavancagem da Azul nos últimos três anos. Sob essa ótica, que é medida pela razão entre o endividamento líquido e o lucro operacional antes da depreciação (EBITDA) dos últimos doze meses, fica evidente o efeito sem precedentes que a pandemia causou nas finanças da empresa. Historicamente, a alavancagem se manteve no patamar de aproximadamente 3, ou seja, a empresa demoraria 3 anos lucrando de maneira constante para pagar inteiramente a sua dívida líquida. Esse nível é considerado pelo mercado um patamar saudável financeiramente.

No entanto, percebe-se que, com o início da crise e a derrocada no resultado financeiro da empresa, a alavancagem disparou, chegando ao patamar de 46,3 em dezembro de 2020. Dessa forma, mantendo o lucro registrado no 4T20 constante, a Azul demoraria mais de 46 anos para pagar a sua dívida. No primeiro trimestre de 2021, o EBITDA dos últimos doze meses registrado pela companhia foi negativo, impossibilitando o cálculo do indicador.



Fonte: Azul. Elaboração própria.

Deve-se ressaltar que a disparada da alavancagem se deu pelo efeito denominador. A cada trimestre, o peso do EBITDA contraído pela pandemia no EBITDA dos últimos doze meses aumentou, elevando o denominador da conta e, conseqüentemente, o nível de alavancagem, mesmo sem a empresa ter contraído novas dívidas. Em tempos normais, tal nível indicaria que a empresa teria dificuldades de honrar as suas dívidas no futuro, já que a dívida é muito maior que os lucros. Contudo, a probabilidade de o lucro permanecer constante em um patamar tão baixo é remota, uma vez que a contração se deu pelo efeito extraordinário da pandemia.

A empresa também interrompeu todos os seus investimentos em capital, principalmente em expansão de frota. Com a estratégia de crescimento arrojada adotada nos últimos anos, a Azul adquiriu uma grande quantidade de novas aeronaves para expandir as operações, com uma carteira total de 82 pedidos que possuíam – antes da crise – entregas programadas para 2020 e 2021.

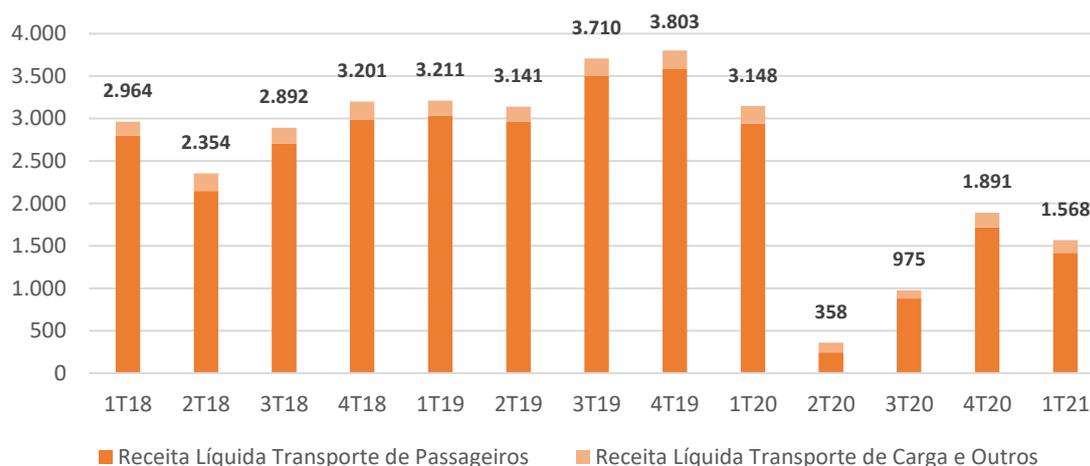
No entanto, a pandemia mudou os planos da companhia, que negociou e acordou com as fabricantes Airbus e Embraer o adiamento de todas as entregas para 2024 (deve-se lembrar que, apesar as aeronaves serem alugadas, as companhias aéreas tendem a fechar os pedidos diretamente com os fabricantes e depois encontrar um arrendador para ficar com a posse do aparelho), reduzindo para próximo de zero as despesas com investimentos. Por outro lado, com o arrefecimento da pandemia e a expectativa do avanço da vacinação no Brasil e no mundo em 2021, a direção da Azul estuda o adiantamento da entrega de algumas aeronaves para retomar o seu crescimento.

### 6.5.2 GOL

A GOL também começou a sentir os efeitos da crise no final do primeiro trimestre de 2020. Conforme a **Figura 72**, a receita líquida da empresa no período totalizou R\$ 3,14 bilhões, uma queda de 2% em relação ao primeiro trimestre de 2019, puxada pela contração do mercado nas duas últimas semanas de março. Se comparado ao final de 2020, quando o faturamento foi de R\$ 3,8 bilhões, o trimestre apresentou queda de 17,2%.

O pico da crise para o setor aéreo veio nas semanas seguintes. Consequentemente, a receita consolidada do segundo trimestre foi de apenas R\$ 358 milhões, uma queda vertiginosa de 88% contra o trimestre anterior. A receita do período ficou no mesmo patamar de faturamento da GOL de 2002, nos primeiros anos de operação.

Conforme o setor se recuperou na segunda metade do ano, a receita líquida trimestral voltou a crescer, encerrando 2020 em R\$ 1,89 bilhões. Contudo, o valor arrecadado foi 50,2% menor do que no ano anterior, evidenciando que ainda há um longo caminho a ser percorrido para superar a pandemia. No primeiro trimestre de 2021, após um início de forte demanda nos dois primeiros meses, a segunda onda da doença impediu a continuidade da retomada, levando a receita do período a cair 17% para R\$ 1,56 bilhões. Na comparação com 2019, o montante foi 51,1% menor.

**Figura 72 - Evolução da Receita Líquida da GOL Durante a Pandemia (R\$ milhões)**

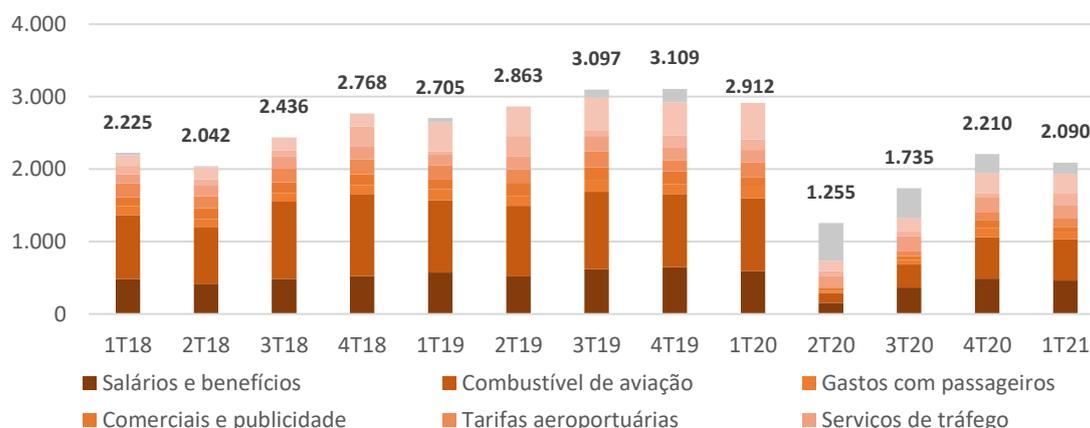
Fonte: GOL. Elaboração própria.

Assim como o restante do setor, a GOL foi obrigada a encontrar meios de reduzir os custos para se ajustar à nova realidade. A principal medida tomada foram os rigorosos cortes de capacidade executados, que reduziram em mais de 90% os custos variáveis da empresa. Além disso, a redução foi ampliada pela queda nos preços internacionais do petróleo, que diminuíram ainda mais os custos com combustível de aviação.

No que se refere aos gastos com pessoal, principal custo operacional fixo da empresa, foram adotadas reduções salariais e da jornada de trabalho para os mais de 15 mil funcionários, no montante de 35% em abril e 50% em maio para membros da tripulação, aeroviários, gerentes e diretores. Para os vice-presidentes e o presidente da companhia, a redução foi de 60%. Ademais, também foi criado um programa de licença não-remunerada, que contou com adesão de aproximadamente 38% do corpo de trabalho. Por fim, aproximadamente mil empregados tiveram o contrato de trabalho suspenso no âmbito da MP936/20.

Como resultado, as despesas operacionais da GOL diminuíram do patamar de aproximadamente R\$ 3 bilhões antes da crise para R\$ 1,25 bilhões no segundo trimestre de 2020, uma redução de mais de 40%. A **Figura 73** apresenta a evolução das despesas operacionais da empresa durante a pandemia da Covid-19.

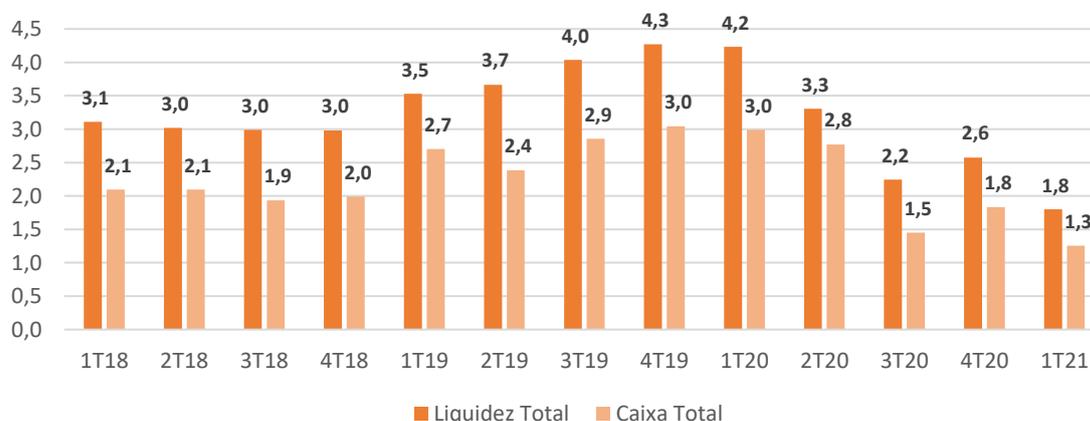
**Figura 73 - Evolução das Despesas Operacionais da GOL Durante a Pandemia (R\$ milhões)**



Fonte: GOL. Elaboração própria.

Com as medidas bem-sucedidas de controle de gastos, a GOL conseguiu preservar o caixa e, assim, solidificar a sua posição de liquidez para atravessar a crise. A **Figura 74**, que mostra a evolução do caixa da empresa nos últimos três anos, destaca que a GOL já vinha acumulando volume razoável em 2019, o que evitou a necessidade de aumentos de capital ou emissão de novas dívidas quando a pandemia começou.

**Figura 74 - Evolução do Caixa e Liquidez da GOL Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



Fonte: GOL. Elaboração própria.

Em um primeiro momento, as próprias medidas emergenciais foram suficientes para sustentar a liquidez da companhia, que fechou o segundo trimestre de 2020 em R\$ 3,3 bilhões, sendo R\$ 2,8 bilhões em caixa e aplicações financeiras. A queda de 21% em relação ao primeiro trimestre se deu por conta da redução das receitas de passagens no pico da pandemia, uma vez que os custos totais superaram as entradas de caixa. A GOL informou que, em abril de 2020, a operação da empresa queimou aproximadamente R\$

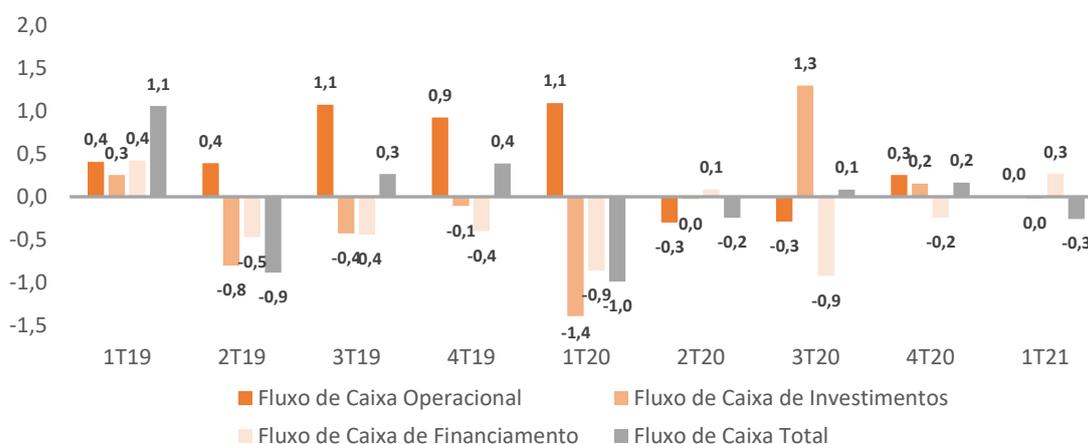
12 milhões por dia em caixa, reduzindo o nível para R\$ 3 milhões nos meses seguintes à medida que os ajustes de custos se aperfeiçoaram e a demanda começou a se recuperar.

No terceiro trimestre, a companhia optou por utilizar as disponibilidades para amortizar dívidas próximas do vencimento, pagando mais de R\$ 351 milhões em principal e juros no período. Dessa forma, a posição de liquidez da empresa foi novamente reduzida, diminuindo 33% em relação ao trimestre anterior. Contudo, a GOL considerou importante realizar o movimento sem rolagem de dívida para sinalizar ao mercado a capacidade da empresa de honrar seus compromissos financeiros.

Nos últimos três meses do ano, com a retomada da demanda, o fluxo positivo de receitas aumentou o caixa da companhia, que atingiu liquidez total de R\$ 2,6 bilhões. No primeiro trimestre de 2021, a GOL realizou novas amortizações de dívidas, reduzindo a liquidez novamente para R\$ 1,8 bilhões.

Mesmo com todas as medidas emergenciais adotadas, a ausência de receitas levou a GOL a passar grande parte do ano de 2020 queimando caixa para manter sua estrutura operante. A **Figura 75** mostra o fluxo de caixa da empresa nos últimos dois anos e exemplifica as movimentações executadas pela empresa apresentadas anteriormente. Os valores negativos vistos no fluxo de caixa de financiamento evidenciam a utilização do caixa para amortizar as dívidas, assim como a ausência de geração de caixa operacional, que é aquele oriundo dos voos operados pela companhia.

**Figura 75 - Fluxo de Caixa da GOL Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



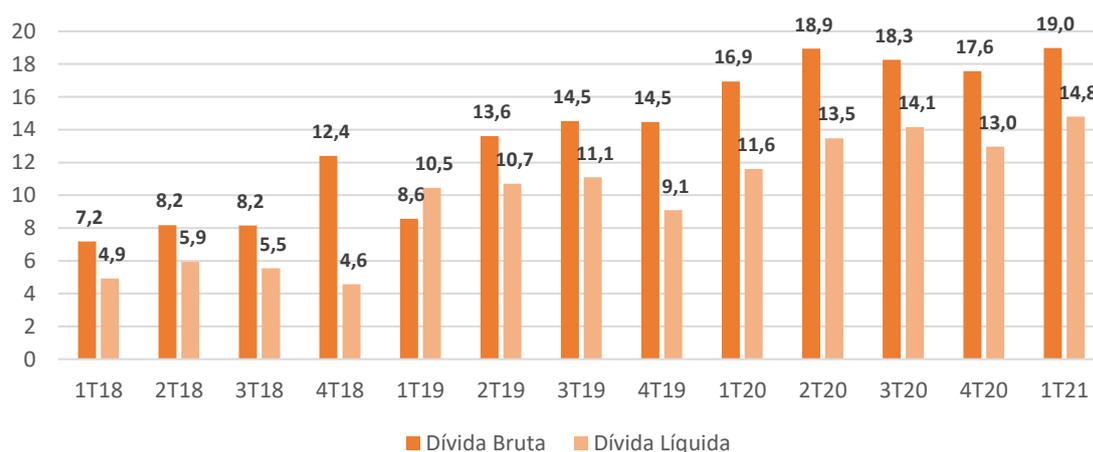
Fonte: GOL. Elaboração própria.

Com relação ao endividamento, a **Figura 76** mostra a evolução do indicador durante a pandemia, dividido entre dívida bruta e líquida. A GOL entrou na pandemia com um

endividamento bruto de R\$ 16,9 bilhões em 31 de março de 2020, ao final do primeiro trimestre. No segundo trimestre, o endividamento se elevou em 11,8% mesmo sem contração de novas dívidas, chegando a R\$ 18,9 bilhões, fruto da depreciação do real no período, já que grande parte da dívida da empresa é cotada em dólar. O efeito foi parcialmente compensado pela amortização de R\$ 351 milhões em pagamentos de juros e principal.

Nos meses seguintes, até o final de 2020, a desaceleração do dólar e as amortizações realizadas pela empresa reduziram os níveis de endividamento, que fechou o ano em R\$ 17,6 bilhões no valor bruto. Já, em 2021, a nova disparada da moeda americana em março fez o endividamento aumentar novamente, chegando ao pico de R\$ 19 bilhões, maior valor na história da companhia.

**Figura 76 - Evolução do Endividamento da GOL Durante a Pandemia (R\$ bilhões)**



Fonte: GOL. Elaboração própria.

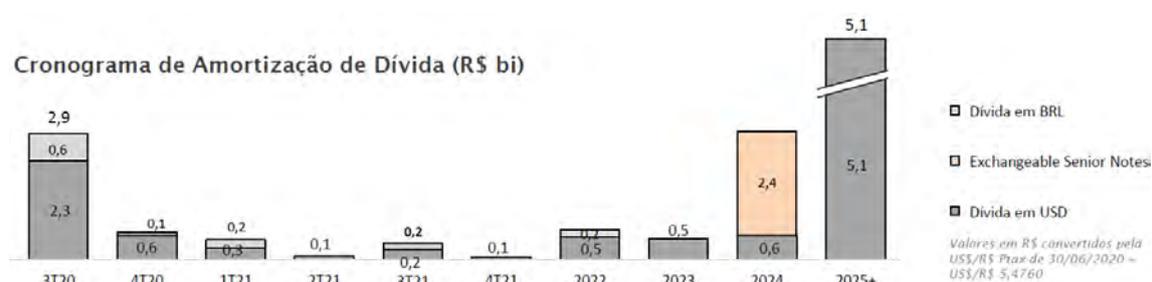
A dívida líquida, que desconta o caixa total (essencialmente, a capacidade da empresa de pagar seus compromissos imediatamente), evoluiu de maneira semelhante ao endividamento bruto, acompanhando as oscilações cambiais de maneira mais discreta. Nota-se que, quando a empresa acelerou as amortizações no terceiro trimestre de 2020, o endividamento líquido aumentou mesmo com a queda na dívida bruta, por conta da redução do caixa disponível.

Para reduzir as saídas de caixa durante a crise, a GOL negociou o adiamento de pagamentos com arrendadores, credores e fornecedores. Com os arrendadores, foram negociados adiantamentos de até 6 meses nos pagamentos e alterações nos contratos para o modelo *power-by-the-hour*. O modelo fixa um valor pré-determinado de pagamento para

a hora de voo da aeronave, incorporando os custos da operação e de peças básicas de manutenção, de forma que o aluguel passa a ser totalmente condicionado à utilização do aparelho. Dessa forma, o ritmo de pagamento passou a ser atrelado ao retorno da capacidade operada pela companhia. Com credores e fornecedores, a empresa diferiu pagamentos e renegociou prazos da dívida, adiando vencimentos para 2024 e 2025.

Assim, a GOL conseguiu amortizar ou diferir grande parte das obrigações de dívida para o próximo ano, reduzindo a pressão sobre o caixa da companhia durante o período de continuidade da crise. A **Figura 77** apresenta o cronograma de amortização da dívida da empresa no terceiro trimestre de 2020.

**Figura 77 - Cronograma de Amortização da Dívida da GOL (R\$ bilhões)**



Fonte: GOL.

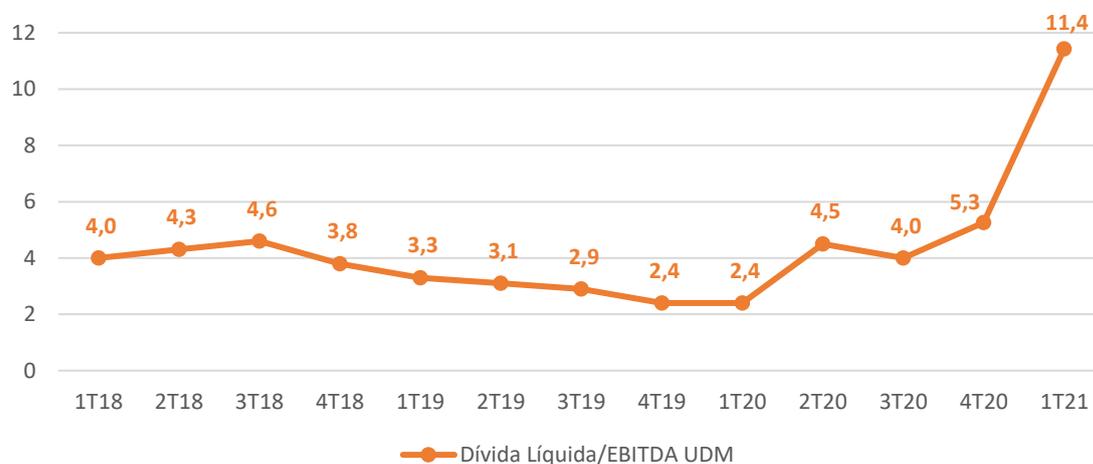
A evolução da alavancagem da GOL é apresentada na **Figura 78**. Nela, observa-se que a companhia vinha conduzindo, desde o final de 2018, um processo de desalavancagem, conduzido pela redução do ritmo de crescimento da dívida e expansão do lucro operacional. Entre 2018 e 2019, a alavancagem diminuiu de 3,8 para 2,4, uma queda de 36%.

Com a chegada da Covid-19 e a diminuição expressiva dos lucros da empresa, o crescimento da alavancagem foi inevitável. No segundo trimestre de 2020, o indicador saltou para 4,5, indo para 4 e 5,3 nos dois períodos seguintes, respectivamente. Em 2021, a alavancagem do trimestre finalizado em 31 de março chegou à 11,4, o maior patamar na história recente da GOL. Como foi visto na Azul, a disparada do indicador se deu, sobretudo, pelo efeito denominador da redução do lucro operacional antes da depreciação (EBITDA).

Apesar da disparada alarmante em 2021, deve-se destacar que o crescimento foi menos expressivo do que em suas concorrentes, fruto da iniciativa da empresa de utilizar a sua

liquidez para amortizar juros e reduzir o seu endividamento. Dessa forma, a empresa conseguiu compensar parcialmente o efeito denominador sobre a alavancagem.

**Figura 78 - Evolução da Alavancagem da GOL Durante a Pandemia**



Fonte: GOL. Elaboração própria.

A companhia ainda cortou todos os investimentos não-essenciais e cancelou pedidos de aeronaves. Nesse âmbito, foi firmado um acordo com a Boeing permitindo o cancelamento de 34 aeronaves 737 MAX encomendadas, que seriam entregues entre 2020 e 2023, sendo 14 já no primeiro ano. Conseqüentemente, as suas necessidades de financiamento desses projetos foram reduzidas, contribuindo para a preservação do caixa e a redução do seu endividamento.

**Figura 79 - Atualização do Plano de Frota da GOL em 2020**



Fonte: GOL.

Com o cancelamento de entregas e a manutenção do desligamento de aeronaves mais antigas, do modelo 737 NG, a GOL reduziu a sua frota total durante a pandemia, reduzindo a quantidade de aeronaves de 137 para 126 (versus 141 previstos antes da crise). A **Figura 79** mostra a atualização do plano de frota da GOL após o início da

pandemia, cortando as 14 entregas anteriormente mencionadas e ampliando o desligamento de aeronaves em uma unidade.

### 6.5.3 Latam

A Latam não divulga os resultados financeiros da operação brasileira, de forma que os dados apresentados a seguir correspondem ao Grupo Latam consolidado, o que inclui as operações nas outras divisões sul-americanas. A **Figura 80** apresenta a evolução das receitas da empresa entre 2018 e 2021, evidenciando o choque provocado pela crise no início de 2020.

Como a pandemia se alastrou na Ásia, Europa e Estados Unidos com mais de um mês de antecedência em relação à América Latina, as operações internacionais do grupo começaram a sentir os impactos da quarentena já em fevereiro, bem antes da segunda quinzena de março, quando as medidas restritivas foram impostas no Brasil. Dessa forma, a receita líquida da Latam no primeiro trimestre apresentou queda de 18% em relação ao período anterior, indo de US\$ 2,87 bilhões para US\$ 2,35 bilhões. Ao comparar com o primeiro trimestre de 2019, a queda foi de aproximadamente 7%.

**Figura 80 - Evolução da Receita Líquida da Latam Durante a Pandemia (US\$ milhões)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

Como foi visto, o choque mais severo da demanda veio no segundo trimestre, quando a empresa operou aproximadamente 5% da sua capacidade, o que levou a Latam a registrar receita de R\$ 571 milhões no período, cerca de 75% abaixo do trimestre e do ano anteriores. Nota-se que a queda foi toda puxada pelo segmento de passageiros, que diminuiu de US\$ 2,01 bilhões no primeiro trimestre para apenas US\$ 122 milhões no segundo, contração de 94%. A redução foi parcialmente compensada pelo bom

desempenho do negócio de carga, que aumentou sua receita em 26% trimestre a trimestre, indo de US\$ 252 milhões para US\$ 318 milhões. O resultado evidencia a forte demanda por operações logísticas que surgiu após o início da pandemia. No caso da Latam, a empresa ainda teve um papel importante para o combate à Covid-19 no Brasil, transportando medicamentos e equipamentos médicos essenciais para o país com a sua frota de carga de alcance internacional.

No terceiro trimestre de 2020, enquanto a indústria já comemorava os sinais de recuperação da demanda no segmento doméstico, a grande exposição da Latam no mercado internacional impediu a empresa de ver o seu faturamento se recuperar no período. A receita líquida foi ainda menor que a do segundo trimestre, diminuindo em, 10,3% de US\$ 571 milhões para US\$ 512 milhões.

O movimento foi explicado, sobretudo, pela desaceleração do crescimento das operações de carga, que diminuíram 10,9% em relação ao trimestre anterior, apesar de seguirem em um patamar mais elevado em relação à 2019 (12% maior). Simultaneamente, a receita de passageiros permaneceu constante, com uma discreta redução de 1,5% sobre o segundo trimestre. Vale notar que a operação doméstica na divisão brasileira teve boa recuperação no período, mas foi negativamente compensada pelo desempenho fraco da operação internacional e das operações domésticas em algumas subsidiárias.

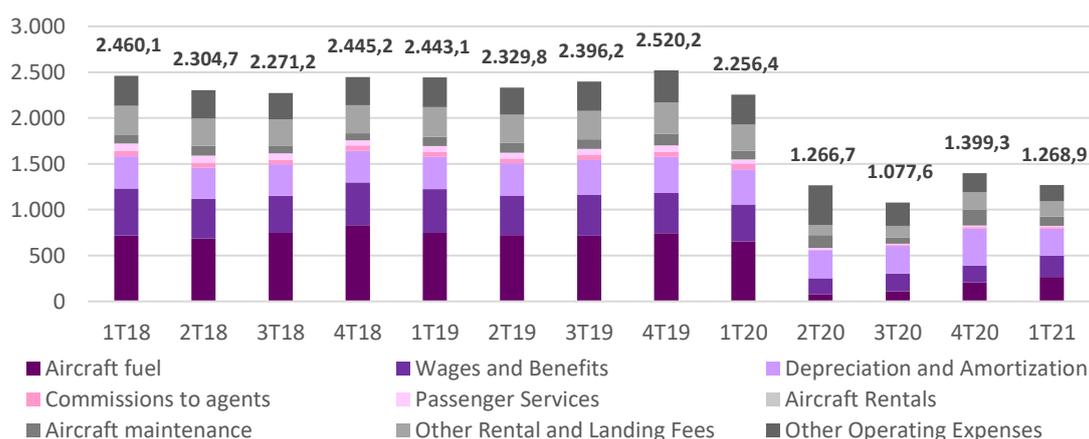
Nos meses seguintes, a recuperação mais sólida da demanda em todas as subsidiárias levou a receita líquida registrar crescimento pela primeira vez na crise. No quarto trimestre, o faturamento de US\$ 897 milhões foi 75% acima do trimestre anterior. O crescimento foi sustentado pela grande expansão da receita de passageiros, que cresceu 275% trimestre a trimestre, chegando a US\$ 457 milhões. A receita de carga também voltou a se expandir, acumulando US\$ 354 milhões, 25% acima do período anterior. Contudo, a receita consolidada seguiu cerca de 70% abaixo do nível de 2019, evidenciando que a dificuldade na recuperação do negócio.

O primeiro trimestre de 2021 apresentou leve crescimento, em continuidade com a recuperação gradual do setor vista nos meses de janeiro e fevereiro e negativamente impactado pelo agravamento da segunda onda em março. Novamente, a maior exposição do grupo no mercado internacional levou as operações a serem severamente afetadas. No

entanto, a receita total registrou alta de 1,7%, sustentada pelo aumento de 9% na receita de passageiros e contração de 2,7% na receita de carga.

Com uma queda tão forte na arrecadação, a Latam teve que adotar medidas emergenciais para cortar custos e despesas, apresentadas na **Figura 81**. Como ocorreu com as outras empresas, o próprio corte de capacidade contribuiu em grande parte para o controle dos gastos, uma vez que o custo de combustível é o maior componente. A queda nos preços internacionais do petróleo também contribuiu para essa economia, reduzindo o preço do combustível de aviação. Os dois fatores resultaram em uma redução de 89% nesse custo, que saiu do patamar de aproximadamente US\$ 700 milhões por trimestre para apenas US\$ 77,1 milhões no segundo trimestre de 2020.

**Figura 81 - Evolução das Despesas Operacionais da Latam Durante a Pandemia (US\$ milhões)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

Em relação aos salários, maior componente dos custos fixos, a empresa lançou um programa voluntário de redução salarial que teve adesão de mais de 90% dos aproximadamente 40 mil funcionários do grupo. A redução foi de 20% para funcionários e 25% para executivos. Além disso, a empresa também antecipou aposentadorias e demitiu cerca de 5.500 funcionários entre março e junho. Com isso, as despesas com salários e benefícios diminuíram 59% no segundo trimestre de 2020, impulsionada ainda pela depreciação das moedas locais, que reduziu o custo em dólar.

Entre outras medidas, foram adiados pagamentos de tarifas aeroportuárias, serviços de tráfego e reembolsos para passageiros. Dessa forma, as despesas operacionais consolidadas do grupo apresentaram redução de 7,6% no primeiro trimestre e 44% no

segundo trimestre, chegando aos valores de US\$ 2,25 bilhões e US\$ 1,26 bilhões, respectivamente. Com a recuperação das operações a partir do quarto trimestre, as despesas voltaram a aumentar, puxadas em grande parte pelo custo com combustível.

Os diversos cortes de despesas executados tentaram preservar o caixa da companhia para garantir a sua sobrevivência durante um longo período sem entrada de receitas. No entanto, com um impacto tão severo por conta do cessamento quase completo do mercado internacional e um endividamento extremamente elevado, a Latam percebeu que não conseguiria pagar as suas obrigações financeiras com funcionários, credores e fornecedores. Com isso, a empresa entrou com um pedido de proteção do *Chapter 11* na Justiça dos Estados Unidos no dia 26 de maio de 2020, semelhante ao processo de recuperação judicial no Brasil.

No processo, conduzido pelo Tribunal de Falências dos Estados Unidos, a empresa pede proteção da justiça por um prazo determinado para se reorganizar financeiramente e apresentar um plano de reestruturação, que deve ser aprovado pelos credores. Nesse período, a companhia é autorizada a continuar as operações normalmente enquanto elabora o projeto.<sup>18</sup> Após a apresentação, os credores votam pela aprovação que, se for rejeitada, culminará na falência da empresa. No dia 26, estavam incluídos no processo a *holding* controladora, Latam Airlines, e as subsidiárias no Chile, Colômbia, Equador e Peru. Em 9 de julho, a filial Latam Airlines Brasil aderiu ao processo.

A **Figura 82** mostra a evolução da liquidez da Latam durante a pandemia. A empresa registrou, no final de março, US\$ 1,8 bilhão em caixa, marcando a sua entrada na crise da Covid-19. Nos dois trimestres seguintes, com a excessiva queima das reservas para sustentar as operações, o valor diminuiu, chegando ao final do terceiro trimestre em apenas US\$ 886 milhões.

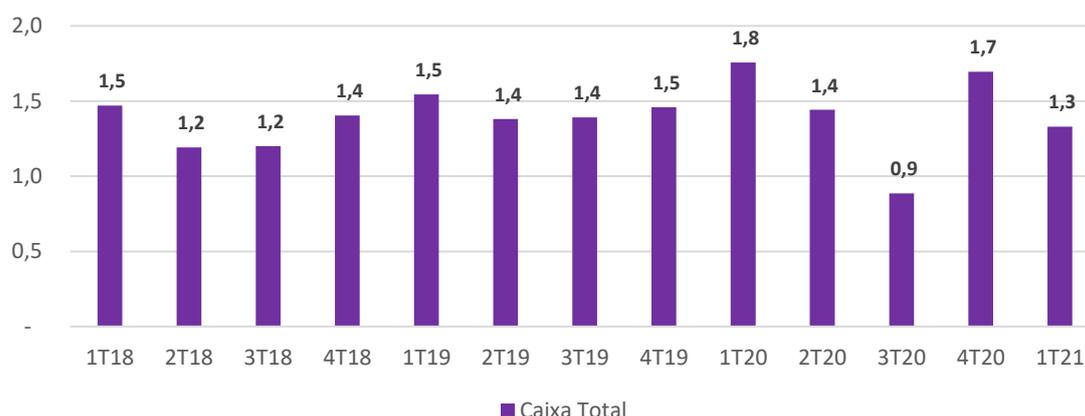
No quarto trimestre de 2020, a Latam recebeu uma grande injeção de capital para responder aos impactos da pandemia, como parte do processo de recuperação judicial em andamento. O financiamento veio de credores, liderados pela gestora de recursos americana Oaktree Capital Management, e de acionistas, incluindo a família Cueto, controladora da empresa, e a Qatar Airways, que também possui participação acionária.

---

<sup>18</sup> Chapter 11. **United States Courts**. Disponível em: <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>

No trimestre, a Latam recebeu US\$ 1,15 bilhão, de um total de US\$ 2,45 bilhões acordados com a justiça americana. Com o aporte, o caixa total da companhia encerrou o ano em US\$ 1,7 bilhão, aumento de 88% em relação ao trimestre anterior. O US\$ 1,3 bilhão restante do financiamento será recebido ao longo de 2021.

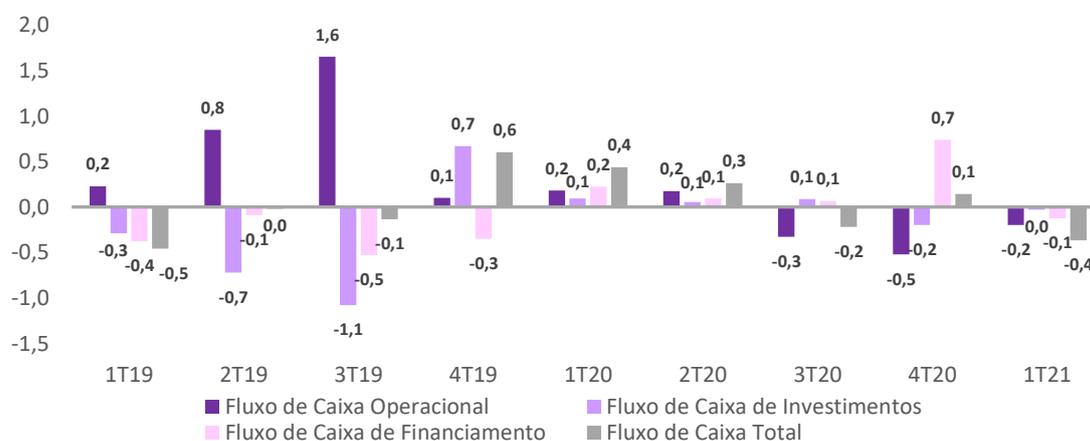
**Figura 82 - Evolução do Caixa da Latam Durante a Pandemia (US\$ bilhões)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

Na **Figura 83** está o fluxo de caixa da Latam nos últimos dois anos, apresentando as entradas e saídas de valores monetários ao longo da pandemia. Nota-se que a Latam não conseguiu gerar caixa líquido com as suas operações aéreas em nenhum período desde o terceiro trimestre de 2020 (e a geração de caixa positiva no segundo trimestre se deu, provavelmente, pelo carregamento estatístico de receitas oriundas de voos no primeiro trimestre), tendo a maior queima de caixa entre as empresas do setor no Brasil. A única entrada relevante de dinheiro na companhia se deu com a injeção de capital efetuada no quarto trimestre de 2020, contabilizada através do fluxo de caixa de financiamentos.

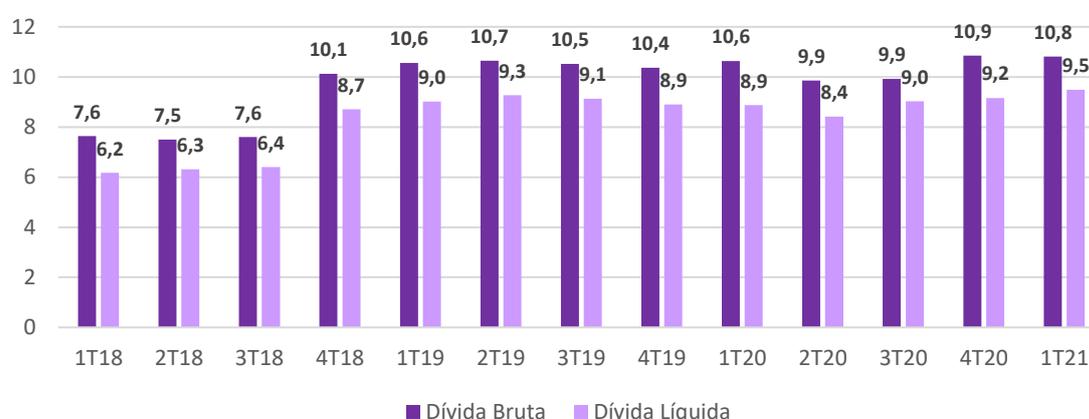
**Figura 83 - Fluxo de Caixa da Latam Durante a Pandemia (US\$ milhões)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

O endividamento da Latam, apresentado na **Figura 84**, já era extremamente elevado em 2019, antes do início da pandemia, circulando em torno de US\$ 10,5 bilhões. Com a eclosão da crise sanitária, a empresa não seria capaz de pagar tais obrigações no prazo, o que motivou o pedido de recuperação judicial nos Estados Unidos. No pedido, a Latam listou débitos de mais de US\$ 18 bilhões, correspondentes a cerca de 95% do passivo da empresa.<sup>19</sup> O montante inclui, além do endividamento, as obrigações com fornecedores e outros *stakeholders*.

**Figura 84 - Evolução do Endividamento da Latam Durante a Pandemia (US\$ bilhões)<sup>20</sup>**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

O pedido de recuperação judicial foi a principal medida tomada pela Latam para lidar com a sua dívida durante a pandemia. Com o processo, a companhia conseguiu tempo e amparo judicial para elaborar um plano de reestruturação que convença os credores que as obrigações serão honradas. No entanto, mesmo antes de apresentar o plano, a empresa buscou renegociar termos contratuais e adiamento de prazos de pagamento.

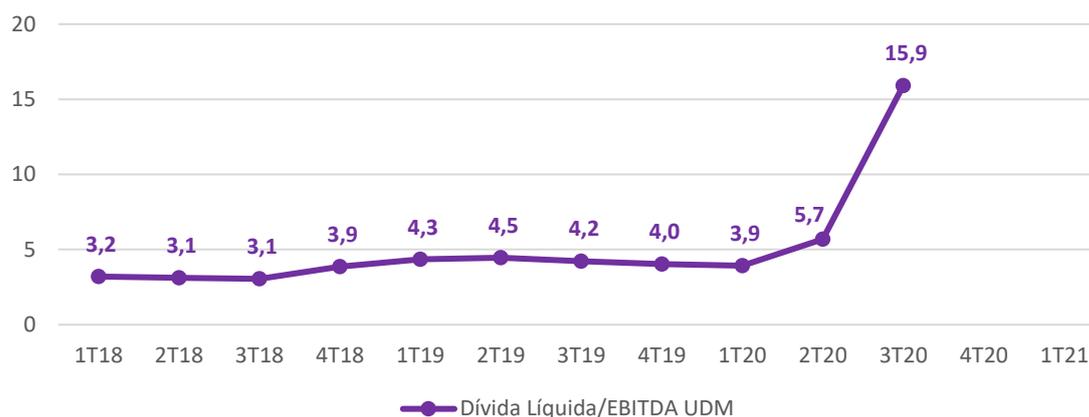
Com arrendadores de aeronaves, foi acordado um plano de pagamento no modelo *power-by-the-hour*, o mesmo adotado pela GOL, onde os vencimentos são pagos gradualmente conforme as aeronaves são colocadas de volta em uso durante a recuperação da demanda. Em relação à credores e fornecedores, as principais negociações se deram no âmbito do *Chapter 11* e devem ser divulgadas apenas na apresentação do plano de reestruturação da empresa, em setembro de 2021.

<sup>19</sup> Folha de São Paulo. **Latam entra com pedido de recuperação judicial nos EUA**. 26 de maio de 2020.

<sup>20</sup> Endividamento líquido estimado pela diferença entre a dívida bruta e o caixa total.

A Latam já possuía uma alavancagem elevada antes da crise, com o indicador girando em torno de 4 desde o final de 2018, como mostra a **Figura 85**. Em 2019, o patamar do índice era o mais alto entre as companhias atuantes no Brasil, o que despertava preocupações no mercado sobre a saúde financeira da empresa. Com a crise, a alavancagem disparou para 5,7 no segundo trimestre de 2020 e 15,9 no terceiro trimestre, impulsionada pela forte queda nos lucros da empresa.

**Figura 85 - Evolução da Alavancagem da Latam Durante a Pandemia**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

No quarto trimestre de 2020 e primeiro trimestre de 2021, a Latam registrou EBITDA UDM negativo, o que impossibilitou o cálculo da alavancagem. Apesar de o crescimento do índice ter se dado exclusivamente pelo efeito denominador, a manutenção de níveis altos desde 2019 e a falta de perspectiva de melhora nos principais mercados da empresa despertaram grande preocupação no mercado e na direção da Latam, que viu no *Chapter 11* uma saída.

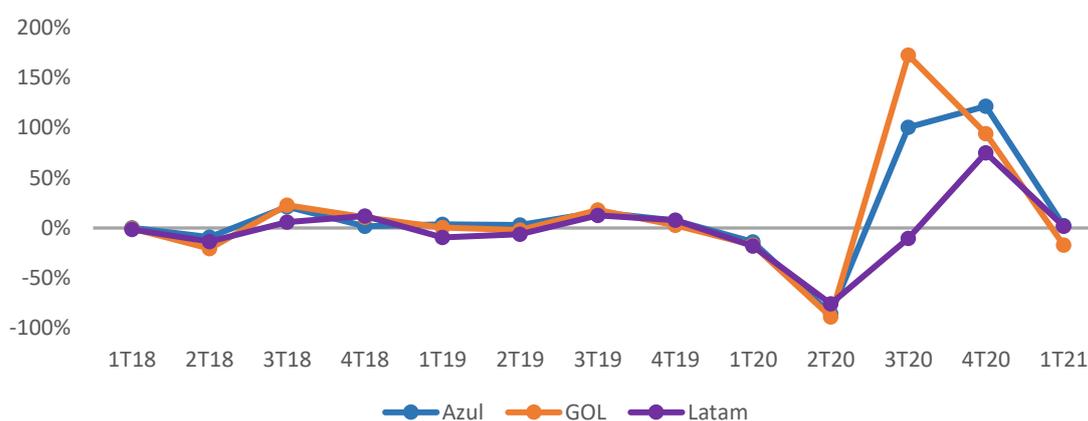
Ainda na esfera da recuperação judicial estão os planos de investimentos em capital e frota da empresa. Ao longo de 2020, a Latam devolveu 23 aeronaves aos arrendadores, incluindo todos os Airbus A350, modelo mais moderno operado pela companhia, cuja taxa de aluguel pode chegar a quase US\$ 1 milhão por mês. Em 2021, devem ser executadas novas reduções na frota e cancelamento de pedidos de compra. A expectativa é que a Latam saía da crise como uma empresa bem mais enxuta.

#### 6.5.4 Comparativo

As três grandes companhias aéreas brasileiras estão em patamares diferentes de receitas e despesas, uma vez que possuem frotas de tamanhos diferentes. Além disso, a Latam é

uma empresa multinacional com operações em países sul-americanos e possui os resultados financeiros contabilizados em dólar. Dessa forma, para comparar o impacto da pandemia nos indicadores de cada uma, se torna mais produtivo analisar as variações trimestre a trimestre, conforme a **Figura 86**, que apresenta as variações de receita líquida.

**Figura 86 - Variação Trimestral da Receita Líquida das Empresas**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

Logicamente, a performance das receitas ao longo da crise evoluiu com grande correlação com as variações de capacidade conduzidas pelas empresas, de modo que todas sofreram choques violentos no segundo trimestre de 2020 e se recuperaram gradualmente conforme a demanda se recompôs no final do ano. Contudo, nota-se que a Latam teve a menor contração de receita no auge da primeira onda, enquanto foi a empresa que mais cortou voos. A queda no faturamento vista pela empresa foi de 75,7% em relação ao 1T20, contra 85,7% da Azul e 88,6% da GOL.

Isso se deve, sobretudo, ao grande desempenho das receitas de carga no trimestre, que cresceram 26,3% e representaram 56% do faturamento da empresa no período. Sem o segmento, as receitas da Latam teriam caído aproximadamente 94%, performance vista no negócio de passageiros. A GOL, que foi a empresa a cortar o maior volume de capacidade nos primeiros meses da pandemia e não possuía uma operação de carga robusta, teve a maior queda de receita entre as três empresas.

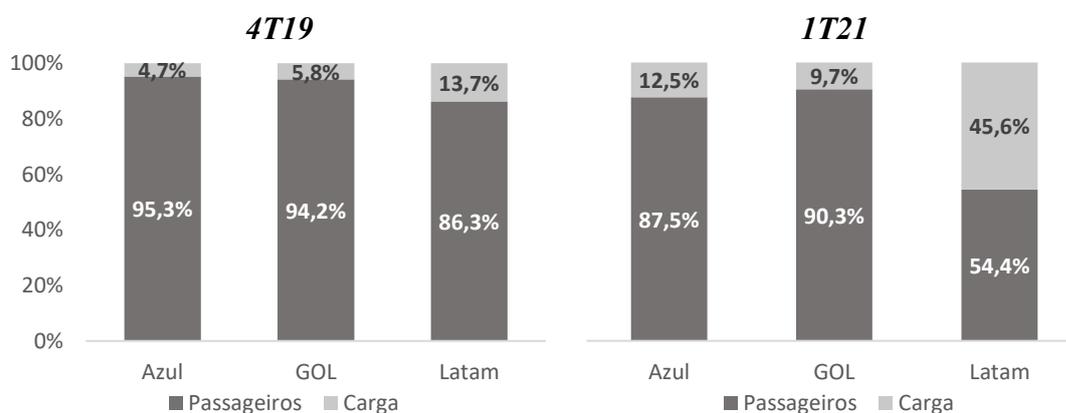
Por outro lado, a recuperação da Latam foi mais lenta na segunda metade de 2020. Com a retomada do segmento doméstico no terceiro trimestre, Azul e GOL viram suas receitas dispararem 100% e 172,4%, respectivamente, enquanto o faturamento da Latam se manteve constante. No último trimestre do ano, as três empresas tiveram bom crescimento

de receita, alavancada pela forte demanda doméstica e a discreta recuperação do mercado internacional.

Em 2021, o novo arrefecimento da demanda em meio ao agravamento da segunda onda da pandemia freou o crescimento das receitas. No caso da GOL, o rígido corte de capacidade executado em março levou a receita a apresentar redução de 17% no primeiro trimestre, uma queda semelhante à que foi vista um ano antes, quando os primeiros sinais da Covid-19 apareceram nos resultados financeiros. Azul e Latam, que possuem maior exposição ao negócio de carga e executaram cortes de oferta mais moderados, viram as receitas permanecerem relativamente constantes, com discreto crescimento de 2,4% e 1,7%, respectivamente.

O crescimento exponencial dos volumes de carga transportados por Azul e Latam foi um componente importante para o comportamento da receita das duas empresas durante a crise. A **Figura 87** mostra a mudança na composição da receita líquida das empresas antes e depois da pandemia, evidenciando o crescimento da relevância da operação de logística nos negócios da Azul e da Latam. No caso da segunda, a análise é viesada pela continuidade da paralização do mercado internacional, que faz com que o segmento de passageiros esteja sub representado no *breakdown* de receita. De qualquer maneira, é um forte indicador da importância que o negócio teve para a sobrevivência da Latam durante a pandemia.

**Figura 87 - Breakdown da Receita Líquida das Empresas por Segmento Antes e Depois da Pandemia**



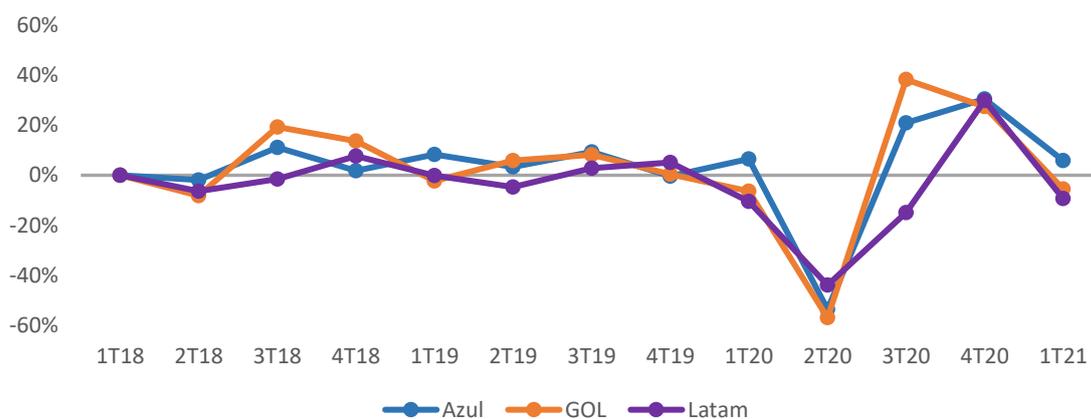
Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

No campo das despesas, a performance seguiu o que foi visto na receita líquida, como mostra a **Figura 88**. Com os maiores cortes de capacidade, a GOL foi a companhia que

mais reduziu os custos na primeira onda, apresentando uma redução de 56,9% no segundo trimestre, contra 53,5% da Azul e 45,6% da Latam.

Nos trimestres que se seguiram, as despesas cresceram conforme o aumento dos custos com combustível de aviação que, por sua vez, foram dirigidos pelo aumento da quantidade de voos. A Latam teve ainda um efeito positivo da depreciação do real, que reduziu as despesas com salários e benefícios da empresa matriz.

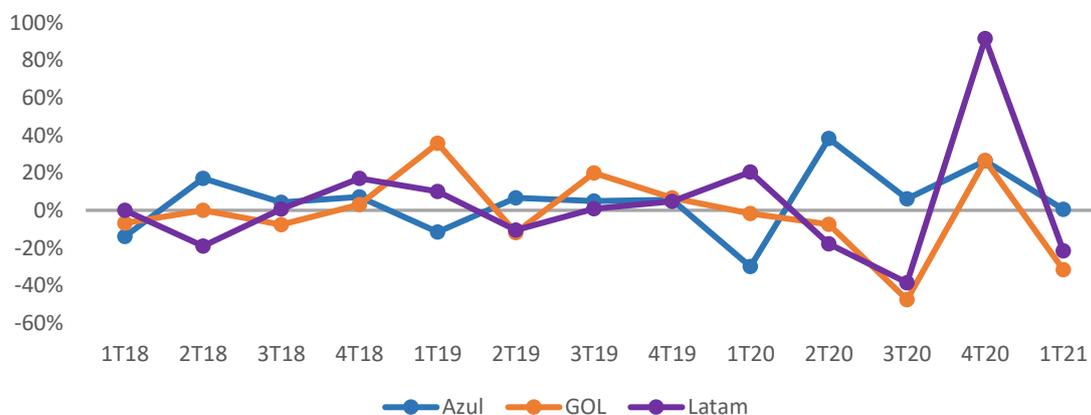
**Figura 88 - Variação Trimestral das Despesas Operacionais das Empresas**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

A **Figura 89** mostra as variações no caixa das companhias nos últimos três anos. Com o gráfico, fica evidente o contraste entre as estratégias das empresas. Enquanto GOL e Latam queimaram volumes maiores de caixa nos seis primeiros meses da pandemia, a Azul conseguiu aumentar a sua posição em 38% no segundo trimestre e 6,1% no terceiro.

**Figura 89 - Variação Trimestral do Caixa das Empresas**



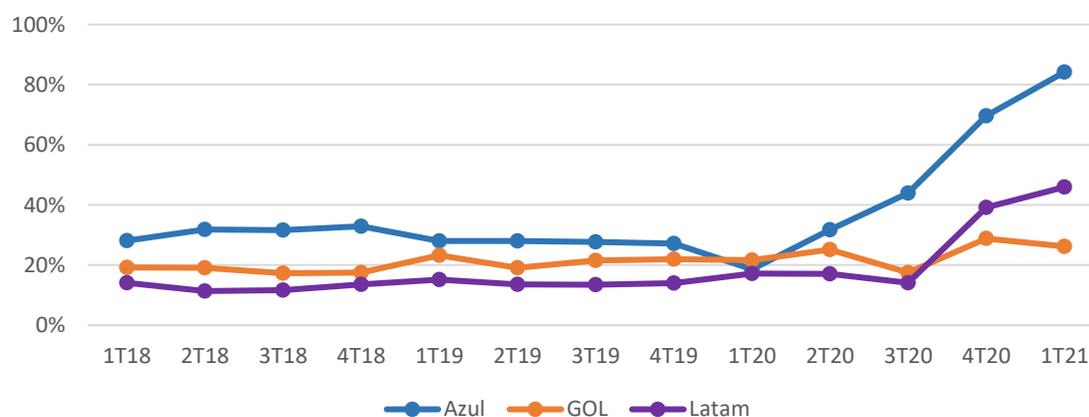
Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

Apesar de não ter contraído novas dívidas ou aumentado o capital, a companhia de David Neeleman seguiu as economias em despesas e capital de giro no caixa, ao passo que a GOL utilizou suas disponibilidades para antecipar a amortização de dívidas. Além disso, teve menos entrada de receitas por conta da pequena quantidade de voos ofertados. Já a Latam, mesmo sem amortizações, viu as disponibilidades se esvaziarem com a enorme queima de caixa incorrida para manter o funcionamento da empresa.

Como o montante mantido em caixa está diretamente atrelado ao tamanho da companhia, se mostra útil ajustar os valores para a receita líquida de cada uma. Dessa forma, a **Figura 90** mostra a evolução do caixa como percentual da receita líquida dos últimos doze meses. Deve-se fazer a ressalva que o crescimento dos indicadores se deu pelo efeito denominador, ao passo que as baixas receitas por conta da crise elevaram a razão calculada. Contudo, o efeito foi o mesmo para todas as empresas.

As três encerraram o primeiro trimestre de 2020 em posições semelhantes, com a GOL tendo 21,7% da receita UDM em caixa, a Latam 17,1% e a Azul, 18,6%. Entretanto, o índice da Azul disparou nos períodos seguintes, sustentado pela forte posição em caixa e pela queda abrupta nas receitas, que provocou o efeito denominador. Simultaneamente, as outras duas empresas se mantiveram em patamares estáveis ao longo de todo o ano (o que não é um bom indicativo, uma vez que o denominador do índice despencou). Com a injeção de capital na Latam no quarto trimestre de 2020, a empresa viu o seu caixa crescer para cerca de 40% da receita líquida.

**Figura 90 - Evolução do Caixa/Receita Líquida UDM das Empresas Durante a Pandemia**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

No que se refere ao endividamento, as três companhias buscaram renegociar prazos e pagamentos das obrigações com credores, fornecedores e arrendadores. Os contratos de arrendamento das aeronaves e motores, principal componente das dívidas, tiveram os seus modelos alterados, além do deferimento dos vencimentos. GOL e Latam acordaram com os seus locadores a adoção do contrato no modelo *power-by-the-hour*, que introduziu um componente variável no aluguel ao fixar um valor pré-determinado para a hora de voo dos aparelhos. Dessa forma, o montante a ser pago cresceria conforme a utilização dos aviões aumentasse, o que só aconteceria com a recuperação da demanda. Já a Azul preferiu não adotar o modelo e, em vez disso, acordou com os arrendadores um cronograma de pagamentos com montante crescente ao longo de 2020 e 2021, baseados em estimativas de recuperação da demanda.

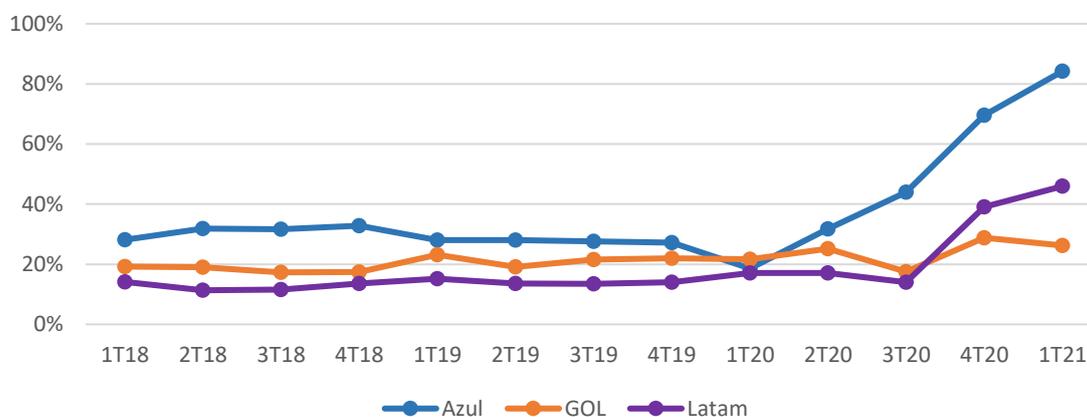
Além disso, no caso de Azul e GOL, o endividamento foi severamente impactado pela depreciação do real no ano, uma vez que mais de 60% da dívida das duas empresas é indexada ao dólar americano. A Latam, por outro lado, contabiliza e divulga os seus resultados em dólar, de modo que a variação cambial não afetou os indicadores de endividamento. No entanto, como grande parte das receitas da empresa são coletadas em real e outras moedas sul-americanas, a capacidade de pagamento dessa dívida foi, sem dúvidas, reduzida.

A alavancagem das empresas, apresentada na **Figura 91**, é o indicador mais importante para endereçar a questão do endividamento. Percebe-se que, antes da crise, Azul e GOL possuíam níveis de alavancagem ao redor de 3 vezes Dívida Líquida/EBITDA, valor considerado ideal pelo mercado, enquanto a Latam operava acima de 4. A forte contração dos lucros conforme a pandemia avançou tornou o crescimento acelerado da alavancagem inevitável por conta do efeito denominador. Além disso, para Azul e GOL, a depreciação do real também impactou negativamente o indicador ao aumentar o valor da dívida mesmo sem a obtenção de novos empréstimos e financiamentos. A Latam, por ser uma empresa multinacional, contabiliza os resultados em dólar, não tendo sofrido os efeitos das variações cambiais.

As diferenças na evolução da alavancagem entre as empresas são relevantes. O crescimento foi substancialmente maior na Azul e na Latam, que ultrapassaram o patamar de 10 vezes Dívida/EBITDA no terceiro trimestre, enquanto a GOL manteve o nível estável em torno de 5 vezes até o final do ano. Isso se deve a maior disciplina financeira

da empresa ao utilizar as disponibilidades para amortizar parte da dívida, reduzindo o endividamento e, assim, compensando parte do efeito denominador na alavancagem.

**Figura 91 - Evolução da Alavancagem das Empresas Durante a Pandemia**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

Apesar de o indicador ter sido dirigido por tal efeito, uma vez que nenhuma das companhias obteve grande volume de dívida nova em 2020, a disparada agressiva vista na Azul e na Latam é um alerta para o nível do endividamento. A manutenção da alavancagem em patamares tão altos nos períodos seguintes pode sinalizar que as empresas terão dificuldades de honrar suas dívidas futuramente. No caso da Latam, a própria direção da empresa percebeu o risco em meio à crise sanitária e recorreu ao pedido de recuperação judicial.

A fragilização dos balanços das companhias aéreas em meio à crise, capitaneada pela piora nos indicadores de endividamento, levou as agências de classificação de crédito corporativo a rebaixarem as notas das três empresas. A **Tabela 8** mostra o *rating* de crédito de Azul, GOL e Latam no final de 2019 e no final de 2020 pelas agências Moody's, Standart & Poor's (S&P) e Fitch. A classificação, que vai de AAA até C na Moody's e Fitch e até D na S&P, indica a avaliação das agências em relação à capacidade da empresa de pagar as suas dívidas, sendo a maior dada para as companhias mais saudáveis financeiramente. Em outras palavras, atribui uma classificação ao risco de crédito das empresas.

Em 2019, a GOL possuía a pior classificação nas três agências, tendo o seu grau de investimento classificado como mediano (B e B1), enquanto Azul e Latam foram categorizadas em notas que indicavam boa qualidade de crédito (BB e Ba3). Após a

pandemia, em 2020, as notas das todas as companhias foram rebaixadas pelas três agências. GOL e Azul passaram a ter classificação semelhante no grau C, que indica risco de crédito substancial, enquanto a Latam – em processo de recuperação judicial – foi rebaixada para D na Fitch, que classifica uma empresa como inadimplente, e teve sua classificação suspensa pela Moody's e S&P.

**Tabela 8 - Rating de Crédito Corporativo das Empresas Antes e Depois da Pandemia**

| 31/12/2019 |       |      |     | 13/10/2020 |       |     |      |
|------------|-------|------|-----|------------|-------|-----|------|
|            | LATAM | Azul | GOL |            | LATAM | GOL |      |
| Moody's    | Ba3   | Ba3  | B1  | Moody's    | Caa1  | WR  | Caa1 |
| S&P        | BB-   | B+   | B   | S&P        | CCC-  | NR  | CCC+ |
| Fitch      | BB-   | BB-  | B+  | Fitch      | CCC   | D   | CCC+ |

Fonte: GOL.

Em relação às aquisições de aeronaves, principal componente dos investimentos em capital das companhias aéreas, a **Figura 92** mostra as variações de frota de cada empresa em 2020. Nota-se que todas as companhias reduziram o seu tamanho durante a crise, devolvendo mais aviões do que receberam. Deve-se destacar também que a maioria das entregas vistas no gráfico ocorreram em janeiro em fevereiro de 2020, portanto, antes de a pandemia começar.

**Figura 92 - Variação na Frota das Empresas em 2020**



Fonte: GOL.

A Latam foi a companhia que mais reduziu a frota em 2020, política implementada pela direção da empresa como parte do seu processo de reestruturação, que visa tornar a companhia menor e mais eficiente. Com uma redução líquida de 16 aeronaves, a frota da Latam diminuiu em 10,5% entre os dois anos, indo de 333 para 298 aparelhos. As

devoluções foram concentradas em aeronaves *wide-body* que eram utilizadas no mercado internacional.

A GOL, por sua vez, reduziu a frota em 8%, com uma devolução líquida de 11 aeronaves, diminuindo a quantidade de aviões de 137 para 126. A empresa acelerou a desativação das aeronaves mais antigas do modelo Boeing 737 NG, que já estavam previstas para serem substituídas pelo moderno Boeing 737 MAX nos próximos anos. Apesar de ter adiado a entrega desses novos aparelhos em 2020 por conta da pandemia, a expectativa é de que a empresa volte a crescer a frota em 2021, na esteira da recuperação da economia mundial.

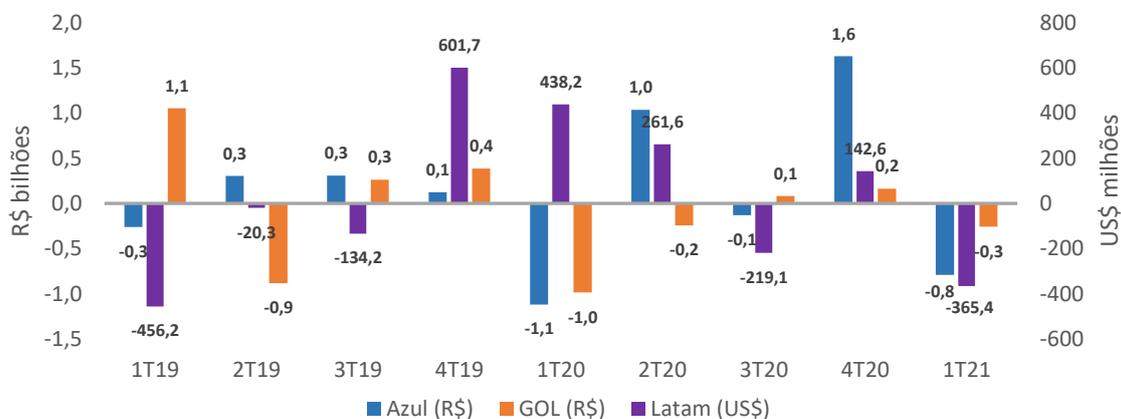
Por fim, a Azul, em linha com a sua estratégia agressiva de crescimento, foi a empresa que menos diminuiu a frota em 2020. Após receber 3 novos aviões e desativar outros 7, a companhia teve uma redução líquida de apenas 4 aeronaves no pior ano da história recente da aviação civil. A frota da empresa foi de 142 aviões no final de 2019 para 138 no final de 2020. No início da crise, em meio ao terror que a pandemia provocou no setor aéreo, todas as entregas de novas aeronaves previstas para 2020 e 2021 foram adiadas para 2023 e 2024. Contudo, com a melhora da visibilidade da demanda para os próximos anos após o fim da pandemia, já há discussões com as fabricantes para adiantar o cronograma de entregas para 2022.

A **Figura 93** apresenta o fluxo de caixa das empresas nos últimos dois anos. Comparando a trajetória de cada companhia, fica claro que a Azul foi a que conseguiu gerar mais caixa durante a crise, sustentada pela manutenção de mais ASKs operacionais mesmo nos piores momentos da pandemia – o que também se refletiu no grande ganho de *market share* – e pela captação de um financiamento robusto no final de 2020. O segundo fator também sustentou o caixa da Latam, por meio de um aporte de capital dos seus principais acionistas. No entanto, no caso da multinacional chilena, a queima de caixa operacional foi consideravelmente maior por conta da paralização das atividades no mercado internacional.

A GOL também viu poucas entradas de caixa durante 2020, o que levou a gradual redução na sua posição de liquidez ao longo da crise. Contudo, nesse caso, o caixa acumulado foi utilizado para amortização e antecipação do pagamento de dívidas, evitando a necessidade de novos financiamentos para rolagem e reduzindo a alavancagem financeira

da companhia. Portanto, apesar de apresentar entradas de caixa totais consideravelmente menores que a Azul, a saúde financeira da GOL foi preservada por tais iniciativas.

**Figura 93 - Fluxo de Caixa Total das Empresas Durante a Pandemia**



Fonte: Azul, GOL e Latam. Elaboração própria.

## 6.6 Lucratividade durante a crise

Por fim, serão apresentadas brevemente as métricas de lucro das companhias durante a pandemia. Logicamente, os perversos efeitos da crise no setor, que foram discutidos nos tópicos anteriores, impediram as companhias aéreas de obterem um resultado líquido positivo no último ano.

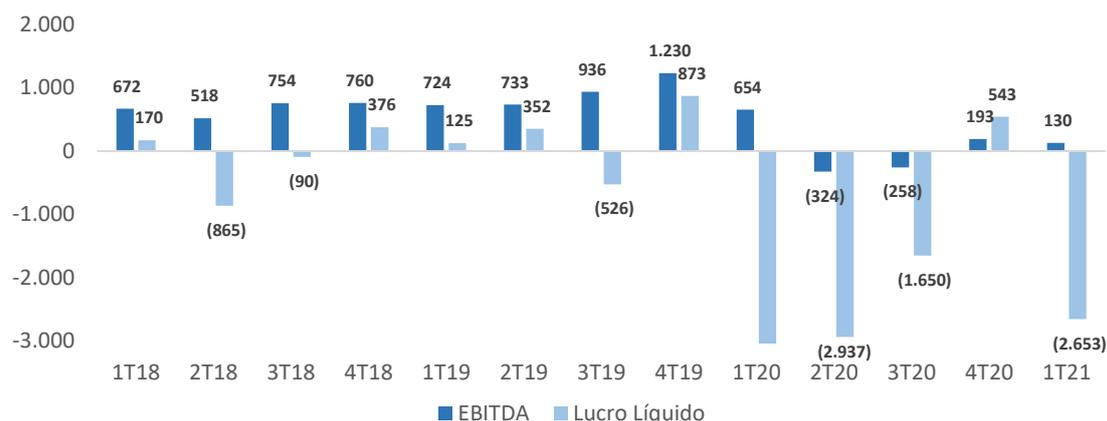
### 6.6.1 Azul

A **Figura 94** mostra a evolução do lucro líquido e do lucro operacional antes da depreciação (EBITDA) da Azul nos últimos três anos. As duas são as principais métricas de lucro utilizadas pelas empresas para apresentarem os seus resultados. O EBITDA incorpora apenas o resultado operacional da companhia, ou seja, a receita líquida subtraída dos custos e despesas operacionais, descontadas da depreciação (por ser um componente não-caixa). Já o lucro líquido é o resultado final que sobra para a empresa após deduzidos todos os custos e despesas operacionais e não operacionais, além dos impostos. Essencialmente, a diferença do EBITDA para o lucro líquido corresponde aos gastos com despesas não-operacionais, como despesas financeiras (dívida) e impostos, e a depreciação, que é um efeito puramente contábil.

Pela figura, nota-se que a Azul não conseguiu sustentar um resultado operacional positivo no período mais crítico da crise, entre abril e setembro, reportando EBITDAs negativos

no segundo e terceiro trimestres de 2020. Dessa forma, fica claro que as iniciativas de redução de custos não foram suficientes para manter a lucratividade do negócio, embora tenham sido essenciais para reduzir ao máximo o prejuízo e evitar a insolvência da companhia.

**Figura 94 - Evolução do EBITDA e do Lucro Líquido da Azul Durante a Pandemia (R\$ milhões)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

Deve-se clarificar que manter a lucratividade não seria algo possível em meio à uma crise tão severa e sequer foi o objetivo da diretoria da Azul com o Plano de Retomada implementado. Os cortes serviram como uma medida emergencial para manter a empresa funcionando durante a pandemia e não seria sustentável no longo prazo. Ao mesmo tempo, buscou-se manter alguma estrutura para que a companhia pudesse retomar o seu crescimento tão logo a crise passasse.

A Azul não se desfez, por exemplo, das mais de 100 aeronaves que ficaram estacionadas em hangares e aeroportos durante meses, ou de grande parte do corpo de funcionários que ficou licenciado no mesmo período. Um eventual prolongamento da crise sanitária por mais um ou dois anos acarretaria novas rodadas de demissões e desligamento de aeronaves e, no limite, culminaria no colapso da empresa.

O prejuízo líquido foi substancialmente maior que o prejuízo operacional, afetado, principalmente, pela variação cambial, que elevou em grande escala as despesas financeiras da companhia com pagamento de juros e amortizações. Além disso, a queda vertiginosa nos preços de combustíveis fez a Azul incorrer em perdas com *hedge* do insumo. Para se proteger de eventuais disparadas dos preços do petróleo, a Azul negocia

a compra de combustível antecipadamente à preços pré-fixados (*hedge*). No entanto, se os preços caem de maneira inesperada, a companhia realiza perdas com o combustível sobre-precificado.

Com isso, a Azul registrou os maiores prejuízos líquidos da história da companhia, em R\$ 6,13 bilhões, R\$ 2,93 bilhões e R\$ 1,65 bilhões, respectivamente, nos três primeiros trimestres de 2020. Contudo, vale destacar que grande parte do prejuízo se deu pela variação cambial, um efeito puramente contábil que não implica em saída de caixa da empresa. Isso fica ainda mais claro ao observar a diferença entre o EBITDA e o lucro líquido no primeiro trimestre de 2020. Enquanto o EBITDA teve bom resultado, de R\$ 654 milhões, pelo fato de a pandemia ter começado apenas no meio de março, o lucro líquido foi viesado instantaneamente pela depreciação do real, que elevou as despesas financeiras em mais de 9.000% “num piscar de olhos”.

Na esteira da recuperação da indústria no quarto trimestre de 2020 e primeiro trimestre de 2021, o resultado operacional da empresa voltou para o azul, com EBITDA registrado de R\$ 193 milhões e R\$ 130 milhões em cada trimestre, respectivamente. No entanto, deve-se destacar o patamar extremamente depreciado em relação aos anos pré-pandemia. Em comparação com o 1T19 e o 4T19, o 1T21 e o 4T20 apresentaram valores 82% e 84% menores, respectivamente. Os valores comprovam que, mesmo com boa recuperação da demanda, que levou a Azul a operar um volume de oferta acima dos níveis de 2019 no final do ano, a reversão dos prejuízos acumulados no período mais agudo da crise demorará mais tempo.

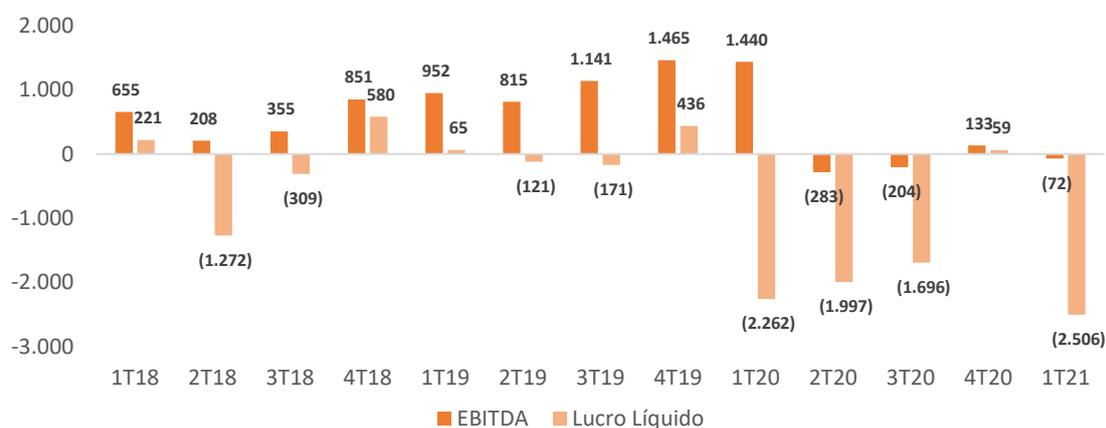
Em termos de lucro líquido, o 4T20 teve o efeito oposto ao que foi observado nos trimestres anteriores. A apreciação do real no período reverteu a trajetória expansiva das despesas financeiras, levando a empresa a obter um ganho contábil neste componente. Dessa forma, o lucro líquido observado no quarto trimestre foi de R\$ 543 milhões, maior que o lucro operacional. Por outro lado, no 1T21, a nova disparada do dólar com o agravamento da crise sanitária na segunda onda da pandemia fez o lucro líquido registrar grande prejuízo novamente, de R\$ 2,65 bilhões, puxado pelos mesmos efeitos contábeis vistos no ano anterior.

## 6.6.2 GOL

A performance dos indicadores de lucro da GOL seguiu trajetória parecida àquela vista na Azul, como mostra a **Figura 95**. O efeito negativo da variação cambial impactou severamente o lucro líquido nos três primeiros trimestres de 2020, levando a GOL a reportar prejuízos de R\$ 2,26 bilhões, R\$ 1,99 bilhões e R\$ 1,69 bilhões em cada período, respectivamente. Novamente, o prejuízo expressivo foi puramente contábil, sendo o resultado operacional antes da depreciação um indicador mais “confiável” para o desempenho da empresa durante a crise.

Nesse aspecto, a GOL reportou EBITDA negativo no segundo e terceiro trimestres de 2020 (-R\$ 283 milhões e -R\$ 204 milhões, respectivamente), momento em que as operações estavam mais fragilizadas com a quarentena em vigor na maioria das cidades brasileiras. Os números mostram que, assim como na Azul, as iniciativas emergenciais de controle de gastos não conseguiram evitar que o negócio gerasse prejuízo, mas foram capazes de conter a queima de caixa e garantir que a empresa se mantivesse operante até a recuperação da demanda.

**Figura 95 - Evolução do EBITDA e do Lucro Líquido da GOL Durante a Pandemia (R\$ milhões)**



Fonte: GOL. Elaboração própria.

Essa recuperação veio e, no quarto trimestre de 2020, a GOL registrou EBITDA positivo de R\$ 133 milhões e lucro líquido também positivo de R\$ 59 milhões, beneficiado pela apreciação do real no final do ano. Embora a melhora nos resultados tenha sido bem-vinda, o patamar do EBITDA se manteve muito abaixo dos cerca de R\$ 1 bilhão que eram observados nos anos anteriores, evidenciando a lenta recuperação que a indústria ainda

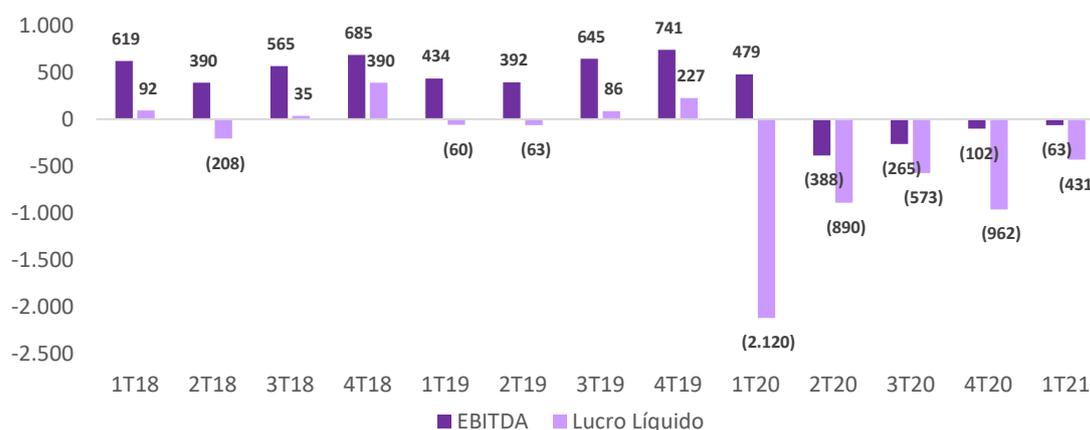
terá que percorrer para voltar aos níveis pré-crise. O EBITDA do 4T20 foi 90,9% menor que os R\$ 1,49 bilhões registrados um ano antes, no quarto trimestre de 2019.

No primeiro trimestre de 2021, a GOL voltou a contrair as suas operações agressivamente para enfrentar uma nova paralização do setor com a segunda onda da pandemia no Brasil, o que, inevitavelmente, interrompeu a recuperação dos lucros da companhia. No período, EBITDA reportado voltou a ser negativo, na ordem de -R\$ 72 milhões, enquanto o lucro líquido foi novamente impactado pela depreciação do câmbio, culminando em um prejuízo líquido de R\$ 2,5 bilhões, o maior visto em toda a pandemia.

### 6.6.3 Latam

Da mesma maneira que o desempenho operacional, o desempenho financeiro dos lucros da Latam foi o mais depreciado pela pandemia entre as companhias aéreas brasileiras. A **Figura 96**, que apresenta a evolução dos indicadores de lucro da empresa nos últimos anos, mostra que a Latam obteve prejuízo operacional e líquido em todos os trimestres desde o início da crise (exceto o EBITDA do 1T20, que foi sustentado pelos lucros de janeiro e fevereiro de 2020).

**Figura 96 - Evolução do EBITDA e do Lucro Líquido da Latam Durante a Pandemia (US\$ milhões)**



Fonte: Latam. Elaboração própria.

Em tese, por ter seus resultados financeiros divulgados em dólar, as despesas financeiras reportadas pela Latam não seriam impactadas pela variação cambial, diferentemente das suas duas concorrentes. No entanto, como as operações estão situadas em países de moedas emergentes, a companhia optou reconhecer no seu balanço uma perda de US\$ 1,72 bilhões no valor dos seus ativos por conta do ágio. Esse efeito contábil teve forte

impacto no prejuízo líquido divulgado pela companhia no primeiro trimestre de 2020, que foi de US\$2,1 bilhões. Tal revisão de valores ocorreu exclusivamente no trimestre referido, de modo que os resultados dos períodos seguintes não incorporaram perdas com a variação cambial.

Nos trimestres que se seguiram, os prejuízos reportados pela companhia, tanto na ótica operacional quanto líquida, são explicados principalmente pela performance operacional da Latam ao longo da crise, que foi analisada nos tópicos anteriores. O resultado negativo diminuiu à medida que as operações da empresa se recuperaram com o levantamento das restrições à circulação tanto em nível nacional quanto internacional. Após um EBITDA negativo de US\$ 388 milhões no auge da pandemia, a companhia evoluiu para um prejuízo operacional de apenas US\$ 63 milhões no 1T21.

Os indicadores de lucro da Latam apresentam mais uma evidência sobre a violência com a qual a crise afetou a companhia, especialmente em comparação com as suas principais concorrentes no Brasil. O desempenho da multinacional sob todos os aspectos justifica o seu pedido de recuperação judicial nos Estados Unidos, que oferece uma chance ao grupo de se planejar e reorganizar para deixar a crise no passado.

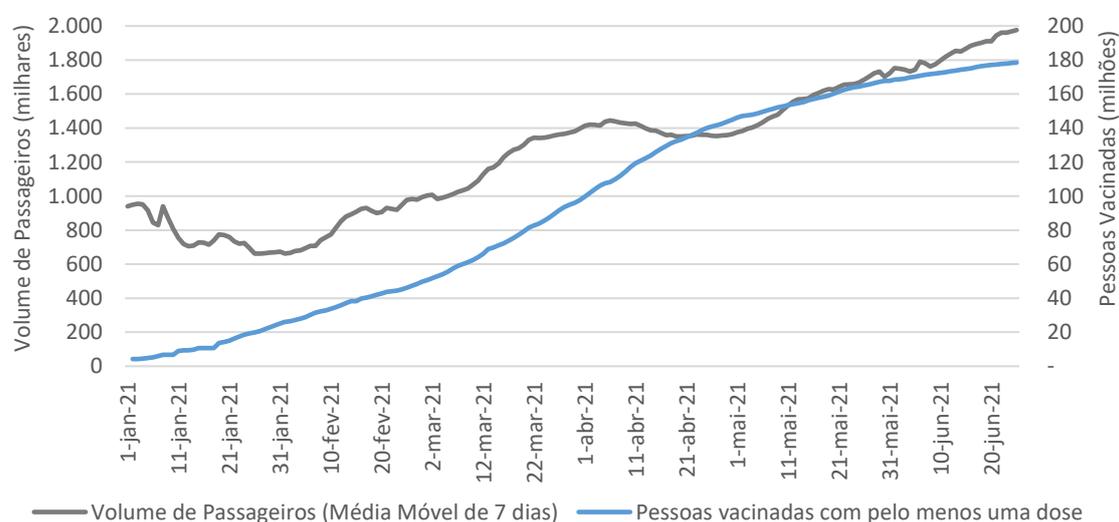
## 7 O FUTURO APÓS A PANDEMIA

### 7.1 Mercado de Passageiros

A primeira vacina contra a Covid-19 aplicada no mundo ocidental foi administrada em 8 de dezembro de 2020, com a aplicação da primeira dose em uma idosa de 90 anos de idade no Reino Unido. Poucos dias depois, diversos países no mundo também iniciaram as suas campanhas de vacinação. No Brasil, o turbulento processo de aquisição de imunizantes, em meio à condução errática do governo federal no combate à pandemia, atrasou o início da campanha de vacinação. A imunização no país teve início em 17 de janeiro de 2021, com a aplicação da primeira dose em uma enfermeira em São Paulo.

Com o avanço contínuo da vacinação no mundo, as perspectivas para a indústria do setor aéreo começaram a melhorar. Assim como foi visto no final de 2020, quando a diminuição do número de casos e mortes alavancou a demanda por viagens aéreas, a nova desaceleração da pandemia – agora sustentada pela imunização – começou a elevar o volume de passageiros viajando ao redor do globo.

**Figura 97 - Volume de Passageiros versus Vacinação nos Estados Unidos**



Fonte: TSA e Our World in Data. Elaboração própria.

Nos Estados Unidos, onde, em junho de 2021, mais de 320 milhões de doses já foram aplicadas e cerca de 50% da população foi totalmente vacinada com as duas doses, o setor aéreo experimentou crescimento acelerado da demanda. A **Figura 97** mostra a evolução do volume de passageiros e da vacinação no país em 2021, evidenciando o crescimento conjunto dos dois indicadores. O movimento foi amparado pela grande demanda

reprimida por viagens que se acumulou durante os meses de quarentena, quando as medidas restritivas e o próprio medo da contaminação impediram as pessoas de viajar. Com a imunização, a confiança da população aumentou, assim como as restrições impostas pelos governos diminuíram, possibilitando a volta do turismo, que tem sido o grande catalisador da demanda.

A American Airlines, maior companhia aérea dos Estados Unidos, afirmou que espera operar, no verão de 2021, um volume de passageiros próximo do nível pré-pandemia, alavancado pelo avanço da imunização no país. A empresa elevou a quantidade de voos ofertados para o período tanto na esfera doméstica quanto internacional, adicionando destinos como México e Caribe, onde não há restrições à entrada de estrangeiros.<sup>21</sup> Já a Delta Airlines anunciou a abertura de processo seletivo para a contratação de mais de mil pilotos e comissários de bordo para atender as necessidades de expansão de oferta em meio à recuperação do setor.

A escassez de tripulantes tem sido um problema recorrente enfrentado pelas companhias aéreas norte-americanas nos últimos meses por conta do crescimento expressivo do volume de passageiros. Em junho, a American Airlines cancelou mais de 300 voos por falta de tripulantes e aeronaves disponíveis, movimento que também foi feito pela Delta.<sup>22</sup> Após a onda de demissões conduzida no ano anterior, a disparada da demanda em 2021 pegou as companhias despreparadas para surfar a onda de passageiros.

O crescimento da demanda norte-americana se deu, sobretudo, no mercado doméstico, sustentada pelo turismo interno. No mercado internacional, o ritmo diferente de vacinação entre as regiões do mundo impede uma recuperação mais sólida do segmento, algo que foi visto também na retomada do setor antes da segunda onda da pandemia. As restrições à entrada de estrangeiros, que variam da quarentena obrigatória de quinze dias em hotel ao banimento total da entrada no país, seguem vigentes na maior parte do mundo, impedindo a volta do turismo internacional. A perda de renda da população devido à recessão econômica também é um fator que atrapalha a recuperação do segmento.

---

<sup>21</sup> Wall Street Journal. **American Airlines Plans for Expanded Summer Flying Schedule**. 20 de abril de 2021.

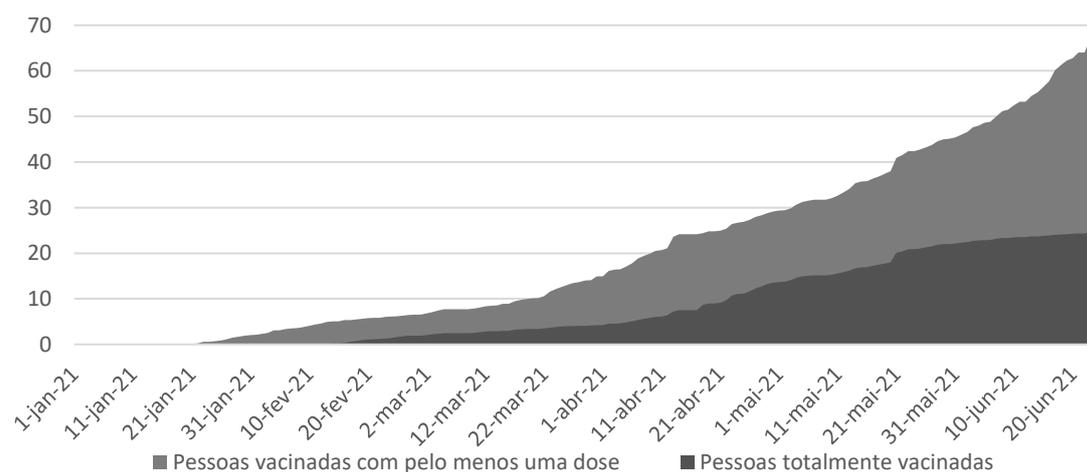
<sup>22</sup> CNBC. **American Airlines cancels hundreds of flights due to staffing crunch, maintenance issues**. 20 de junho de 2021.

Para estimular o retorno das viagens internacionais, diversos países estudam a adoção do passaporte da vacina, documento que liberaria a entrada de estrangeiros nos países mediante a apresentação de um comprovante de vacinação. Os estudos para a implementação da medida estão mais adiantados na Europa, que pretende autorizar a entrada de viajantes que estejam vacinados com imunizantes que tenham sido aprovados pela autoridade sanitária europeia ou pela Organização Mundial da Saúde (OMS).

Nesse aspecto, a International Transport Association (IATA) desenvolveu a iniciativa *Travel Pass*, um aplicativo móvel certificado pela associação que abriga todos os comprovantes de testagem e vacinação contra a Covid-19 necessários para viagens internacionais. A plataforma também disponibiliza os requerimentos exigidos pelas autoridades alfandegárias de cada país para a entrada de viajantes.

O movimento da demanda observado nos Estados Unidos também ocorreu em outros países onde a vacinação está em estágio avançado, como Israel e Reino Unido, exemplificando a correlação positiva entre a imunização e a recuperação da indústria de aviação civil. No Brasil, a aposta dos agentes do setor é que a demanda no país seguirá a tendência internacional, assumindo o mesmo comportamento à medida que a população vacinada aumenta, que é mostrada na **Figura 98**.

**Figura 98 – Evolução da Vacinação Contra a Covid-19 no Brasil (milhões)**



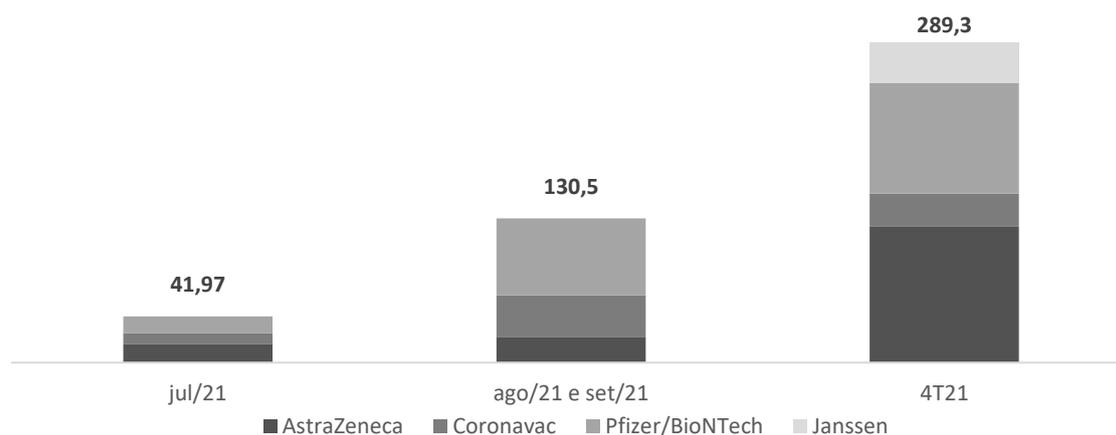
Fonte: Our World in Data. Elaboração própria.

Até o dia 25 de junho de 2021, mais de 69,6 milhões de brasileiros já foram vacinados com pelo menos uma dose, o que representa 32,8% da população e 42% da população adulta. Simultaneamente, 25,2 milhões de pessoas foram totalmente imunizadas no país,

representando 11,9% da população e 15% da população adulta. O total de doses aplicadas ao país soma cerca de 94,8 milhões, o que corresponde a aproximadamente 70% das 129,5 milhões de doses que já foram distribuídas pelo país.

A expectativa é que o Brasil conclua a imunização de toda a população adulta até o final de 2021. A **Figura 99** apresenta o cronograma de recebimento de doses no segundo semestre do ano. Até dezembro, são esperadas cerca de 461 milhões de doses dos quatro tipos de imunizantes sendo administrados atualmente no país, com a aquisição de mais 201 milhões de doses sendo negociadas pelo Ministério da Saúde. A previsão de entregas atual é mais do que o suficiente para imunizar toda a população nacional e dar início a um possível reforço de vacinação com terceira dose, estratégia que está sendo discutida em diversos países para enfrentar a disseminação de novas variantes do vírus.

**Figura 99 - Previsão de Entrega de Vacinas ao Brasil por Fabricante (milhões de doses)<sup>23</sup>**



Fonte: Ministério da Saúde. Elaboração própria.

Em suas conferências para investidores mais recentes, os executivos de Azul e GOL confirmaram a expectativa positiva com o avanço da imunização e afirmaram que o volume de reservas para viagens no segundo semestre de 2021 e 2022 estão crescendo rapidamente. De acordo com as empresas, a melhor visibilidade em relação ao fim da pandemia está incentivando as pessoas a se planejarem para os próximos meses, corroborando com a tese de que o fenômeno da demanda reprimida também ocorre no Brasil. Seguindo o exemplo norte-americano, o setor aéreo brasileiro poderá observar um

<sup>23</sup> Inclui apenas os contratos já assinados pelo Ministério da Saúde até 23 de junho de 2021.

crescimento acelerado de volumes a partir da segunda metade de 2021, especialmente com a chegada do verão no final do ano.

Nesse contexto, as companhias já começaram a se movimentar na preparação para uma explosão de demanda. A Azul retomou a expansão de oferta após o pico da segunda onda no país, adicionando mais de cem novos voos diários nos meses de junho e julho. Em conferência com analistas do banco BTG Pactual, a administração da empresa afirmou que acredita que o pior da crise já passou, ao passo que o número de mortes e casos confirmados no Brasil diminuiu, e reafirmou a crença na rápida recuperação da demanda amparada pelo avanço da vacinação.

Além disso, a empresa anunciou, por meio de comunicado oficial no dia 24 de maio de 2021, que está analisando oportunidades de consolidação no mercado e contratou uma consultoria especializada em fusões e aquisições para auxiliar o processo. Embora não tenha revelado nomes de possíveis alvos, analistas de mercado passaram a especular uma fusão entre a Azul e a Latam Brasil, dada a parceria prévia entre as empresas com um acordo de *codeshare* e o momento difícil vivido pela multinacional chilena com o processo de recuperação judicial. O apetite da Azul por aquisições mostra que a empresa já está se planejando para voltar a realizar investimentos de grande porte, comprovando o otimismo com o futuro do setor.

A GOL também permaneceu atenta ao cenário de fusões e aquisições e, no dia 8 de junho de 2021, anunciou a aquisição da MAP Linhas Aéreas, companhia regional que atua na Amazônia e em São Paulo. Apesar de ser uma empresa muito pequena, com menos de 0,5% do *market share* nacional, a integração aumenta a participação da GOL em mercados regionais tradicionalmente sub-penetrados e dominados pela Azul, como a região amazônica, aumentando a diversificação da malha aérea. Além disso, a MAP detinha vagas de uso no Aeroporto de Congonhas (São Paulo), um dos aeroportos mais movimentados do país, cujas vagas são amplamente disputadas pelas empresas dado o pequeno tamanho do aeródromo. Com a aquisição, a GOL ganha o direito de operar 26 voos adicionais a partir de Congonhas, aumentando em 10% a sua fatia no importante aeroporto.

Em relação ao futuro da crise nos próximos meses, a GOL divulgou as suas projeções para o segundo semestre de 2021, afirmando que observou melhoras significativas nas

vendas de passagens para a segunda metade do ano e que a continuidade da campanha de vacinação no país deve levar à recuperação gradual das operações domésticas. No período, a empresa espera operar um total de 18,8 bilhões de ASKs em aproximadamente 160 cidades (versus 114 em junho) e manter a taxa de ocupação acima dos 80%. A companhia alega basear as suas projeções em um crescimento de 2,3% do PIB brasileiro para 2021. Levando em consideração que as projeções das principais instituições financeiras para o PIB estão em torno de 5% de crescimento<sup>24</sup>, a GOL poderá obter uma recuperação ainda melhor nas operações. Em termos de frota, a expectativa da empresa é encerrar o ano de 2021 com 129 aeronaves operacionais, um aumento de 2 aparelhos em relação ao ano anterior.

Para amparar a expectativa com a recuperação do mercado, a GOL está reforçando a sua posição nos principais aeroportos do país, sobretudo nas regiões Sudeste e Nordeste, elevando a oferta de voos nos *hubs* do Rio de Janeiro, São Paulo, Brasília e Fortaleza. A empresa ainda estabeleceu um novo polo no Aeroporto de Salvador para aumentar a sua presença no Nordeste. As mudanças na malha aérea melhoraram a diversificação de rotas e diminuíram a sobreposição com as concorrentes, o que é importante para reduzir a competição e aumentar o poder de precificação da companhia.

Na Latam, as expectativas para o restante de 2021 e 2022 estão na conclusão do processo de recuperação judicial nos Estados Unidos e continuidade da trajetória de reorganização do grupo. O prazo para a apresentação do plano de reestruturação termina em julho de 2021, mas deve ser prorrogado para setembro, quando será votado pelos credores. Com a provável aprovação do projeto, a companhia deve reduzir consideravelmente a sua frota e desligar parte do corpo de funcionários nos próximos anos, para emergir da crise como uma empresa menor, mais enxuta e eficiente.

Em relação ao desempenho operacional, a Latam deve experimentar uma recuperação mais lenta que os pares, uma vez que o mercado internacional demorará mais para superar os níveis pré-crise, retardado pelas restrições à entrada de estrangeiros em diversos países e a perda de renda da população. Como foi observado no exemplo norte-americano, a demanda doméstica, sobretudo a regional, deve experimentar o crescimento mais acelerado em um primeiro momento. No caso brasileiro, o real extremamente depreciado

---

<sup>24</sup> InfoMoney. **Focus: Mercado eleva projeção para Selic para 6,50% em 2021 e vê alta do PIB de 5%.** 21 de junho de 2021.

forma mais uma barreira à recuperação do turismo internacional nos meses que seguirão o fim da pandemia.

No campo doméstico, a empresa deverá ver a sua demanda se recuperar em linha com as concorrentes, como foi visto no final de 2020. Para isso, a Latam começou a expandir a rede de destinos ao redor do Brasil a partir de junho e, assim como a GOL, buscou reforçar a presença no Nordeste com a adição de dez novas rotas e aumento no número de voos para Recife (PE), Porto Seguro (BA) e Salvador (BA).

A companhia espera operar, ao longo do segundo semestre, mais de 250 voos por dia em 91 destinos domésticos, um aumento de capacidade que levantará a operação para mais de 60% da oferta de 2019. Contudo, no médio prazo, o enxugamento da estrutura da empresa como parte da reestruturação do grupo poderá acarretar a redução nas operações no Brasil e, conseqüentemente, na perda de participação de mercado para a Azul e GOL.

Sobre a possível fusão com a Azul, a Latam Brasil divulgou comunicado oficial afirmando que não existem negociações ativas sobre a venda das operações para a concorrente. Posteriormente, o CEO da Latam, Roberto Alvo, rechaçou a possibilidade, afirmando em entrevista que “a Latam não está à venda”. No entanto, existe a possibilidade de a Azul apresentar uma proposta de aquisição diretamente aos credores da companhia chilena, como parte do processo de recuperação judicial. Assim, a venda da Latam Brasil poderia se tornar uma exigência para a aprovação do plano de reestruturação da companhia.

A união de Azul e Latam formaria uma empresa com ampla liderança no mercado, detendo mais de 70% *market share* doméstico. Um grupo com tamanha participação poderia acumular grande poder de mercado, o que potencialmente prejudicaria a livre concorrência no setor. Com isso, a fusão estaria sujeita à aprovação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), autoridade antitruste brasileira, que poderia reprovar o acordo.

Apesar do noticiário aquecido de fusões e aquisições indicar que a indústria caminha para uma consolidação ainda maior, a entrada de novas empresas no mercado está prevista para 2021. A Itapemirim Linhas Aéreas, novo braço de aviação do Grupo Itapemirim, obteve certificação da ANAC em maio de 2021 e agendou o início das operações

comerciais para julho do mesmo ano. Em entrevistas recentes, a direção da nova empresa compartilhou planos ambiciosos, que incluem a absorção de 40% do mercado doméstico e a expansão da malha internacional para a Europa. Para desbancar as três grandes do setor, a Itapemirim planeja contar com uma frota de 50 aeronaves e 35 destinos até meados de 2022.

Os planos divulgados pelas companhias aéreas para os próximos dois anos comprovam o otimismo do setor com a recuperação do mercado após a conclusão da campanha de vacinação e o esperado fim da pandemia da Covid-19. Exemplos internacionais e do final da primeira onda indicam que o mercado doméstico deverá ser o primeiro a sinalizar a retomada da indústria, alavancado pela demanda reprimida por viagens de lazer e o aumento da confiança do consumidor com a saúde pública do país.

Ainda, a expansão da presença das grandes empresas nas regiões Norte e Nordeste evidencia o esforço das companhias em aumentar a diversificação da malha aérea e reduzir a dependência das grandes cidades do Sudeste. As rotas regionais entre pequenas cidades representam um grande mercado potencial para as empresas aéreas, algo que, antes da pandemia, só era explorado pela Azul. A falta de alternativas de transporte e estradas de qualidade podem tornar o transporte aéreo extremamente competitivo em regiões remotas no Norte e Nordeste, desde que com a precificação adequada. Não obstante, Azul e GOL tem reforçado a oferta de voos na Amazônia e em outros estados da região.

Outro fator que potencializará a competitividade do setor aéreo entre os modais de transporte é a melhora na infraestrutura aeroportuária. Nesse contexto, o governo federal tem incentivado a concessão de aeroportos à iniciativa privada como forma de estimular o investimento nesse tipo de infraestrutura. Em abril de 2022, foram leiloados 22 aeroportos ao redor do país, a maioria na região Norte, gerando arrecadação de R\$ 3,3 bilhões.<sup>25</sup> As concessionárias se comprometeram a investir mais de R\$ 6 bilhões em melhorias estruturais ao longo dos anos de concessão.

Um amplo desenvolvimento da infraestrutura aeroportuária do país, especialmente no Norte e Nordeste, possibilitará a ampliação da oferta de voos nessas regiões, estimulando

---

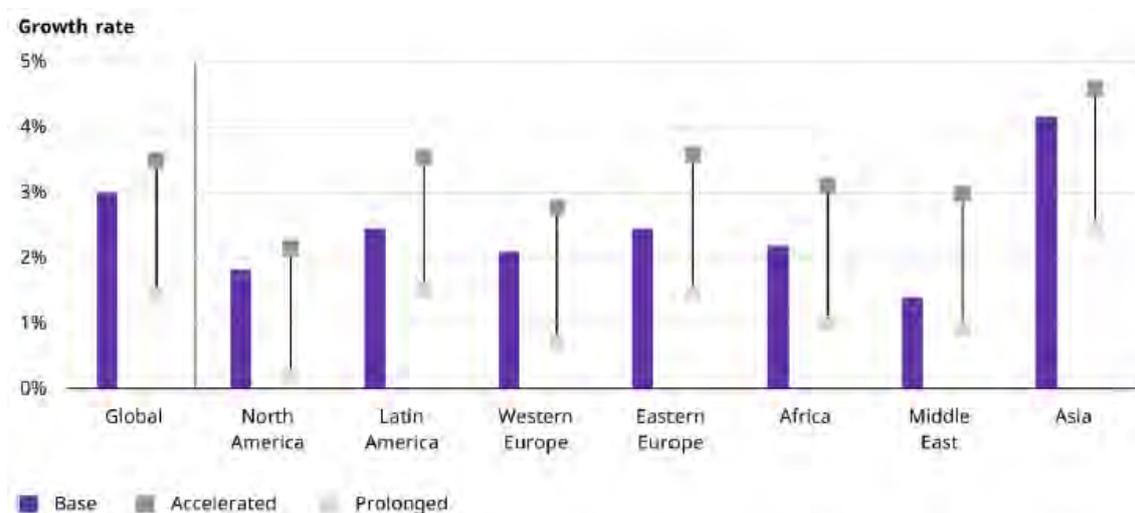
<sup>25</sup> UOL. **Leilão de 22 aeroportos fica até 9.209% acima do esperado e rende R\$ 3,3 bi.** 7 de abril de 2021.

e barateando a utilização do modal. Desse modo, será assegurada mais uma avenida de crescimento para as companhias aéreas.

Ademais, a correlação entre PIB e demanda por viagens aéreas, que foi mostrada no capítulo anterior, coloca o crescimento econômico do Brasil como mais uma alavanca para a expansão da indústria de aviação civil. Após a paralização completa da economia global com a Covid-19, o mundo deverá observar anos consecutivos de crescimento do PIB. Conseqüentemente, uma melhora nos índices de emprego e renda da população brasileira poderão ocasionar um aumento na demanda do setor. A elevação da penetração da viagem aérea na cesta de consumo dos brasileiros é uma das grandes apostas das companhias aéreas no longo prazo, uma vez que ela é menor do que em países com renda semelhante ao Brasil, como Chile e Colômbia. Nesse quesito, o desenvolvimento de infraestrutura aeroportuária, como foi referido anteriormente, se coloca como um potencial catalisador.

Segundo a consultoria Oliver Wyman, a demanda de passageiros global deverá crescer à taxa anual de 3% (**Figura 100**) nos próximos dez anos, o que implicaria em um retorno aos níveis de 2019 em 2022. Em cenário pessimista, considerando uma recuperação mais lenta da economia mundial – o que não parece ser o caso –, a taxa de crescimento anual da demanda pode ser de 1,5%, o que atrasaria a superação do mercado pré-pandêmico para 2026. Inversamente, o cenário otimista projeta uma recuperação completa do setor já em 2021, com taxa de crescimento anual de 3,5% entre 2019 e 2031.

**Figura 100 - Projeção de Crescimento da Demanda de Passageiros por Continente, 2019-2031**



Fonte: Oliver Wyman.

Para a consultoria, a recuperação do mercado será assimétrica ao redor do mundo, por conta das diferenças nos ritmos de evolução da pandemia, restrições governamentais e impactos macroeconômicos entre os países. A Ásia, que foi o primeiro continente a ser atingido pela Covid-19 e, conseqüentemente, o primeiro a se recuperar, deverá observar o crescimento mais rápido no planeta, amparado também pela pujança econômica da região, em especial da China. O país, inclusive, já viu a sua demanda de passageiros superar os níveis de 2019 no final do último ano.

A América Latina, incluindo o Brasil, também deverá ver a indústria crescendo acima da média mundial. A Oliver Wyman projeta taxas de crescimento de 3,5%, 2,5% e 1,5% ao ano até 2031 nos cenários otimista, base e pessimista, respectivamente. O aumento da penetração de viagens aéreas no modal do brasileiro médio e a expectativa de retomada do desenvolvimento socioeconômico do país após uma década de estagnação do PIB devem sustentar o crescimento sólido do setor nos próximos dez anos.

A pandemia deverá provocar mudanças estruturais no setor aéreo. Primeiro, a redução de capacidade durante grande parte da crise obrigou as companhias a reduzirem suas frotas e demitirem funcionários, passando a operar com uma estrutura mais enxuta. Mesmo com a necessidade de expansão de frota e contratação de novos tripulantes à medida que o mercado volte a crescer, a tendência é que as companhias sigam operando de maneira mais eficiente, com uma capacidade mais bem ajustada à demanda. Problemas de excesso de oferta ou de salários, que já culminaram na falência de diversas empresas do setor, devem se tornar menos frequentes no futuro.

Pelo lado da demanda, a pandemia deverá deixar algumas marcas no longo prazo. No segmento de passageiros corporativos, a digitalização do trabalho com o *home office* e o maior uso de teleconferências reduziu substancialmente a demanda por viagens profissionais ao longo do último ano. A manutenção desse modelo – ao menos em parte da jornada de trabalho – nas grandes empresas após o fim da pandemia pode ocasionar em uma diminuição estrutural do segmento corporativo. O setor não acompanhou a retomada da demanda de lazer no quarto trimestre de 2020 no Brasil e, globalmente, a recuperação pós-pandêmica tem sido sustentada pelo turismo interno, indicado que as viagens de negócios não se recuperarão na mesma velocidade.

Para as companhias aéreas, em setores da economia onde o trabalho remoto não é possível, como agronegócio, óleo e gás, construção civil e infraestrutura, a demanda deve voltar ao normal conforme a economia do país retorne ao crescimento. Ainda em 2020, a Azul afirmou que a sua demanda nesses segmentos seguiu firme mesmo durante a crise, não sendo afetada pelas iniciativas de digitalização. Segundo a GOL, o impacto do trabalho remoto e semi-remoto no longo prazo se restringirá à demanda executiva de grandes empresas no eixo Rio-São Paulo. Ainda de acordo com a empresa, que comentou sobre o assunto em teleconferência em maio de 2021, esse subsegmento corresponde à aproximadamente um terço da demanda corporativa total, e não deve observar um crescimento de volta ao nível de 2019 tão cedo.

No mercado internacional, a durabilidade das restrições à entrada de estrangeiros nos aeroportos ainda é incerta. Embora a tendência seja de que os países reabram as portas à medida que a vacinação mundial avance, temores com uma nova crise sanitária global podem se tornar sintomas estruturais nas políticas aduaneiras ao redor do mundo. Dessa forma, é possível que os países emergjam da pandemia mais cuidadosos com a disseminação de doenças contagiosas, mantendo diversas restrições ao tráfego internacional de passageiros.

## **7.2 Mercado de Carga**

O setor de carga e logística se apresentou como um mercado com bom potencial de expansão para as companhias aéreas nos últimos anos. Desde meados da década de 2010, Azul e Latam investiram quantidades cada vez maiores de capital para expandir as operações de carga e assim diversificar o portfólio de negócios.

Com a chegada pandemia em 2020, o mercado passou a ser enxergado como uma grande avenida de crescimento. Em meio às necessidades de consumo durante a quarentena, o volume de vendas do comércio eletrônico explodiu, alavancando também a demanda pelos serviços de entrega oferecidos pelas companhias aéreas. Ao longo do ano, as operações de carga de Azul e Latam bateram recordes consecutivos de faturamento e cresceram acima do volume pré-crise ainda no meio do ano. A GOL, que investiu menos no segmento em anos recentes, não conseguiu aproveitar o momentum do mercado como as concorrentes, vendo o faturamento da Gollog estagnar durante a crise.

O transporte de carga pelo modal aéreo se tornou atrativo pela capacidade de realizar entregas em tempo menor que o modal rodoviário utilizado tradicionalmente. Com a quantidade crescente de empresas atuantes no comércio eletrônico, a oferta de entregas cada vez mais rápidas se tornou um diferencial competitivo desejado pelas empresas de varejo, levando à substituição gradual do transporte terrestre pelo aéreo. Contudo, o fato de aeronaves serem incapazes de realizar entregas no destino final torna essencial para as companhias aéreas o oferecimento de um serviço terrestre integrado que possa levar as mercadorias do aeroporto aos centros urbanos. Além disso, quanto maior e mais diversificada for a malha aérea da companhia, maior o número de cidades que ela consegue alcançar, seja diretamente com as aeronaves ou com a rede terrestre integrada.

A Azul é a empresa com a rede mais completa de serviços de carga, aliando a malha aérea extremamente diversificada em regiões remotas à uma rede de empresas terrestres parceiras que completam as entregas no destino final. Durante a crise, a empresa converteu diversas aeronaves de passageiros em cargueiros para alavancar as suas operações de logística e planeja seguir investindo no setor, tanto na ampliação da frota quanto na rede de distribuição. A expectativa é que as operações de carga cheguem à R\$ 1 bilhão de faturamento ao final de 2021 (versus R\$ 534 milhões em 2019 e R\$ 704 milhões em 2020) e sigam em crescimento acelerado nos anos seguintes.

A Latam também possui grande operação cargueira – mais voltada ao transporte internacional, ao contrário da Azul – e planeja expandir o negócio nos próximos anos. A empresa possui a maior frota cargueira do Brasil na atualidade e tem convertido diversas aeronaves da frota de passageiros para o transporte de carga. Já a GOL passou a dar mais atenção ao mercado de logística apenas em 2021, anunciando o aprimoramento dos serviços de logística com a expansão de destinos em voos de carga e a parceria entre a Gollog e companhias de carga terrestre. As novas iniciativas possibilitarão à GOL ampliar o alcance de sua rede e oferecer o serviço integrado de transporte aéreo e terrestre, em modelo de negócios semelhante à Azul.

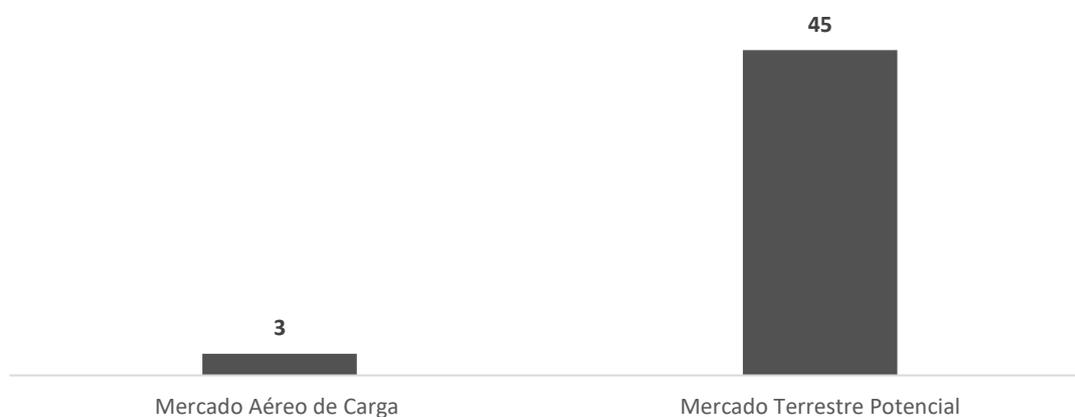
Apesar de as empresas tradicionais do setor estarem se posicionando fortemente no mercado, deve-se destacar que ele não é tão consolidado quanto o segmento de passageiros. Nele, Azul, GOL e Latam competem com grandes companhias cargueiras como UPS e DHL, além de empresas de varejo que operam com frota própria, como

Amazon e Mercado Livre. Assim, o mercado deverá observar um acirramento cada vez maior da competição entre as empresas.

Em outra frente, o transporte de carga aérea internacional pode se aproveitar de problemas na indústria do transporte marítimo. No início de 2021, uma série de eventos, desde surtos de Covid-19 em zonas portuárias na China ao encalhamento do navio Ever Given no Canal de Suez, congestionaram o tráfego internacional de carga marítima e atrapalharam a cadeia de suprimentos global de diversos produtos, atrasando a produção industrial em diversos países. Ainda antes desses acontecimentos, a forte retomada do comércio internacional no final de 2020 provocou uma escassez global de contêineres pelo excesso de mercadorias em trânsito durante a retomada da economia mundial. Nesse contexto, o modal aéreo fornece uma alternativa ao transporte marítimo para uma determinada gama de bens, podendo reduzir a dependência do comércio internacional do transporte de navio, que é mais lento e suscetível a crises locais.

Segundo estimativas da Azul, o mercado de carga aérea brasileiro, tanto doméstico quanto internacional, movimenta aproximadamente R\$ 3 bilhões por ano. Ainda segundo os cálculos da empresa, o mercado total de carga e logística do país movimenta mais de R\$ 300 bilhões por ano, dos quais R\$ 45 bilhões são potencialmente endereçáveis ao modal aéreo, como mostra a **Figura 101**. A diferença se deve à impossibilidade do transporte de determinados tipos de bens pelo modal, como minério de ferro, petróleo e produtos agrícolas. Essas mercadorias são carregadas em volumes extremamente elevados, sendo transportadas apenas por grandes veículos como trens e navios.

**Figura 101 - Mercado Endereçável de Carga (R\$ bilhões)**



Fonte: Azul. Elaboração própria.

O setor mais adequado ao modal aéreo é o de bens de consumo, como eletrônicos, eletrodomésticos e peças de vestuário. Esses bens compõem os R\$ 45 bilhões estimados, volume que é quinze vezes maior que o mercado aéreo de carga atual. Atribuindo o *market share* de carga atual (34% da Azul, 23% da Latam e 10% da GOL) ao mercado endereçável, a Azul poderia atingir um faturamento anual de R\$ 15 bilhões com o setor, enquanto Latam e GOL atingiriam receitas de R\$ 10,3 bilhões e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente. Comparativamente, o faturamento da Azul Cargo em 2020 foi de R\$ 704 milhões, enquanto os da Latam Cargo e da Gollog foram, respectivamente, de R\$ 6 bilhões e R\$ 588 milhões.

O exercício realizado acima não é uma estimativa precisa, uma vez que é extremamente improvável que o modal aéreo consiga absorver 100% do mercado terrestre, mas exemplifica o potencial do segmento. Assim, o enorme mercado endereçável, aliado as vantagens competitivas incomparáveis do modal, representam a maior avenida de crescimento para as companhias aéreas no futuro.

## 8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pandemia da Covid-19 provocou um choque sem precedentes na indústria da aviação civil mundial. A contração violenta da demanda no segundo trimestre de 2020 secou as fontes de receita das companhias aéreas e obrigou agressivos cortes de despesas para garantir a sobrevivência dos negócios durante a crise. No Brasil, o colapso se deu no momento em que o mercado doméstico estava passando por um novo processo de consolidação, liderado por Azul, GOL e Latam.

A pandemia chacoalhou o *status quo* do setor e colocou à prova os diferentes modelos de negócios adotados pelas empresas ao longo dos últimos anos. Diferenças na composição da frota, *mix* entre mercado doméstico e internacional e a operação de divisões de carga foram fundamentais na determinação da magnitude do impacto da pandemia e na capacidade de reação das companhias. A Latam, mais exposta ao mercado internacional, foi a que mais sofreu com a crise, culminando em um processo de recuperação judicial em andamento nos Estados Unidos. Já Azul e GOL, que possuem as operações voltadas predominantemente para o mercado doméstico, foram menos impactadas pelo fechamento de fronteiras e conseguiram recuperar os seus volumes de maneira mais contundente conforme a demanda se recompôs na segunda metade de 2020.

No campo doméstico, a grande diversificação da frota conferiu à Azul maior flexibilidade para operar em rotas com baixa demanda nos piores momentos da crise, ao passo que a GOL se limitou aos trajetos capazes de preencher um Boeing 737 com mais de 150 assentos. Por outro lado, a operação de uma frota de modelo único, aliada ao foco da diretoria em priorizar retorno em detrimento de volume, garantiu à GOL maior economia de custos e melhor rentabilidade, algo essencial em um momento tão delicado.

No mercado de carga e logística, a crise sanitária criou uma forte tendência de mercado a partir do aumento do consumo digital, que levou à explosão da demanda por serviços de entrega eficientes. Dessa forma, a operação de divisões de carga integradas com capilaridade permitiu que as empresas aéreas surfassem no crescimento do *e-commerce*, compensando, em parte, a derrocada do mercado de passageiros. A provável continuidade dessa tendência após a pandemia criará um mercado potencial de enorme valor para a indústria de aviação civil.

A princípio, a Azul foi a companhia menos impactada pela crise, conseguindo aproveitar o momento difícil do setor para aumentar a sua relevância. A empresa entrou na pandemia como a menor entre as três grandes e está saindo dela como líder de mercado no segmento doméstico, além de ter a divisão de carga mais preparada para aproveitar as oportunidades de crescimento, reflexo da estratégia agressiva de expansão adotada nos últimos anos. Inversamente, a GOL possui diretrizes focadas em rentabilidade que impedem a companhia de expandir a oferta de maneira mais intensa. Entretanto, a empresa é a mais eficiente do setor e já provou que sabe crescer em períodos de maior otimismo, além de ter sinalizado que dará mais atenção ao próspero negócio de logística. Para a Latam, o foco dos próximos anos será no enxugamento da estrutura operacional para recuperar o equilíbrio econômico-financeiro do grupo, o que implicará em uma diminuição no tamanho da companhia no curto prazo.

A nova onda da Covid-19 na primeira metade de 2021 proferiu um novo golpe em uma indústria que se recuperava ao final do ano anterior. No entanto, o avanço da campanha de vacinação no país e os exemplos internacionais do reflexo da imunização na demanda por viagens aéreas trazem otimismo para o futuro próximo do setor. No longo prazo, o surgimento de novas tendências de mercado, assim como o desenvolvimento socioeconômico do Brasil, proporciona grandes avenidas de crescimento para as companhias aéreas brasileiras.

## 9 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABEAR. ESTATÍSTICAS DA AVIAÇÃO BRASILEIRA. Disponível em: <https://www.abear.com.br/imprensa/dados-e-fatos/>. Acesso em: dezembro de 2020.

ABEAR. Panorama 2019: O Setor Aéreo em Dados e Análises. 2019

AERO MAGAZINE. Ascensão e queda da Varig. Disponível em: [https://aeromagazine.uol.com.br/artigo/ascensao-e-queda-da-varig\\_2064.html](https://aeromagazine.uol.com.br/artigo/ascensao-e-queda-da-varig_2064.html). Acesso em: fevereiro de 2021.

AEROIN. Devolução dos A350 da Latam ilustra um dos grandes problemas das locadoras de aviões. Disponível em: <https://www.aeroin.net/devolucao-dos-a350-pela-latam-ilustra-um-dos-grandes-problemas-das-locadoras-avioes/>. Acesso em: junho de 2021.

AEROIN. Você sabe quanto custa o leasing de um avião comercial?. Disponível em: <https://www.aeroin.net/valores-leasing-aeronautico/>. Acesso em: dezembro de 2020.

AEROJR. A História da GOL. Disponível em: <https://aerojr.com/blog/historia-da-gol/>. Acesso em: dezembro de 2020.

ANAC. Dados e Estatísticas – Mercado do Transporte Aéreo. Disponível em: <https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/dados-e-estatisticas/mercado-do-transporte-aereo>. Acessado em: junho de 2021.

AZUL LINHAS AÉREAS S.A. Resultados Trimestrais de 2019, 2020 e 2021. Disponíveis em: <https://ri.voeazul.com.br/informacoes-e-relatorios/resultados-trimestrais/>. Acessado em: março de 2021.

AZUL LINHAS AÉREAS S.A. Transcrições das Teleconferências dos Resultados Trimestrais de 2019, 2020 e 2021. Disponíveis em: <https://ri.voeazul.com.br/informacoes-e-relatorios/resultados-trimestrais/>. Acessado em: março de 2021.

B3. Segmentos de listagem. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/). Acesso em: janeiro de 2021.

BRASIL. Decreto 52.693-15 de outubro de 1963. Brasília, DF, 1963.

BRASIL. Medida Provisória Nº 936, de 1º de abril de 2020. Brasília, DF, 2020.

CNBC. Delta plans to hire more than 1,000 pilots by next summer as travel demand returns. Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/06/21/delta-plans-to-hire-1000-pilots-by-next-summer-as-travel-demand-surges.html>. Acesso em: junho de 2021.

CNN. Primeira pessoa é vacinada contra Covid-19 no Brasil. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/nacional/2021/01/17/primeira-pessoa-e-vacinada-contracovid-19-no-brasil>. Acesso em: junho de 2021.

CONJUR. Nova Varig recebe da Anac o certificado para voar. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/01/05/amazon-compra-11-avies-boeing-767-300-da-delta-e-da-westjet.ghtml>. Acesso em: fevereiro de 2021.

EXAME. Itapemirim quer liderança do mercado brasileiro e voos à Europa. Disponível em: <https://exame.com/negocios/itapemirim-promete-lideranca-voos-europa/>. Acesso em: junho de 2021.

FERREIRA, J. Um breve histórico da aviação comercial brasileira. XII Congresso Brasileiro de História Econômica, 13ª Conferência Internacional de História de Empresas, 2017.

FOLHA DE S. PAULO. Companhias aéreas têm custo milionário com aviões em solo por coronavírus. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/companhias-aereas-tem-custo-milionario-com-avioes-em-solo-por-coronavirus.shtml>. Acesso em: outubro de 2020.

FOLHA DE SÃO PAULO. Latam entra com pedido de recuperação judicial nos EUA. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/05/latam-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial-nos-eua.shtml>. Acesso em: maio de 2021.

FOLHA DE SÃO PAULO. Pane desliga radares na região Sul e atrasa 146 voos. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/cotidian/ff2110200611.html>. Acesso em: janeiro de 2021.

G1. Aeronáutica manda atrasar vôos; controladores não farão greve. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Brasil/0,,AA1328418-5598,00.html>. Acesso em: janeiro de 2021.

G1. Idosa de 90 anos é a primeira a ser vacinada contra Covid-19 no Reino Unido. Disponível em: <https://g1.globo.com/bemestar/vacina/noticia/2020/12/08/idos-a-de-90-anos-e-a-primeira-a-ser-vacinada-contra-covid-no-reino-unido.ghtml>. Acesso em: junho de 2021.

G1. Infraero diz que há atrasos em todos os aeroportos do país. Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Brasil/0,,AA1347720-5598,00.html>. Acesso em: janeiro de 2021.

G1. Lucro da Gol cai 60% em 2007. Disponível em: [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL300102-9356,00-LUCRO+DA+GOL+CAI+EM.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL300102-9356,00-LUCRO+DA+GOL+CAI+EM.html). Acesso em: novembro de 2020.

G1. Tráfego aéreo no Brasil e no mundo despenca com pandemia de Covid-19; veja o que mudou e perspectivas. Disponível em: <https://g1.globo.com/mundo/noticia/2020/04/10/trafego-aereo-no-brasil-e-no-mundo-despenca-com-pandemia-de-covid-19-veja-o-que-mudou-e-perspectivas.ghtml>. Acesso em: outubro de 2020.

G1. Turismo mundial sofre queda de 70% em 2020 devido à pandemia de Covid-19. Disponível em: <https://g1.globo.com/turismo-e-viagem/noticia/2020/10/27/turismo-mundial-sofre-queda-de-70-em-2020-devido-a-pandemia-de-covid-19.ghtml>. Acesso em: setembro de 2020.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. Resultados Trimestrais de 2019, 2020 e 2021. Disponível em: [https://ri.voegol.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53858](https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53858). Acessado em: abril de 2021.

GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A. Transcrições das Teleconferências dos Resultados Trimestrais de 2019, 2020 e 2021. Disponível em:

[https://ri.voegol.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53858](https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53858). Acessado em: março de 2021.

GOL Relações com Investidores. Composição Acionária. Disponível em: [http://ri.voegol.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53884](http://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53884). Acesso em: janeiro de 2021.

GOL Relações com Investidores. Visão Geral. Disponível em: [http://ri.voegol.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53909](http://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53909). Acesso em: janeiro de 2021.

GOL. Nossa História. Disponível em: <https://www.voegol.com.br/pt/a-gol/nossa-historia>. Acesso em: novembro de 2020.

IATA. IATA Travel Pass Initiative. Disponível em: <https://www.iata.org/en/programs/passenger/travel-pass/>. Acesso em: junho de 2021.

INFOMONEY. CEO da Latam reforça que operação no Brasil não está à venda. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/ceo-da-latam-reforca-que-operacao-no-brasil-nao-esta-a-venda/>. Acesso em: junho de 2021.

INFOMONEY. Focus: Mercado eleva projeção para Selic para 6,50% em 2021 e vê alta do PIB de 5%. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/focus-mercado-eleva-projecao-para-selic-para-650-em-2021-e-ve-alta-do-pib-de-5/>. Acesso em: junho de 2021.

JETSITE. Ponte Aérea: uma grande ideia brasileira. Disponível em: [https://web.archive.org/web/20110416031544/http://www.jetsite.com.br/2008\\_v35/DestaqueConteudo.aspx?DestaqueID=27](https://web.archive.org/web/20110416031544/http://www.jetsite.com.br/2008_v35/DestaqueConteudo.aspx?DestaqueID=27). Acesso em: fevereiro de 2021.

LATAM AIRLINES GROUP S.A. Resultados Trimestrais de 2019, 2020 e 2021. Disponíveis em: <http://www.latamairlinesgroup.net/results-center>. Acessado em: abril de 2021.

MINISTÉRIO DA INFRAESTRUTURA. Em 20 anos, demanda do setor aéreo pode chegar a 700 milhões de passageiros. Disponível em: <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/assuntos/noticias/ultimas-noticias/em-20-anos->

*demanda-do-setor-aereo-pode-chegar-a-700-milhoes-de-passageiros5920*. Acesso em: setembro de 2020.

MINISTÉRIO DA SAÚDE. Projeção de entregas de vacinas Covid-19. Disponível em: <https://www.gov.br/saude/pt-br/coronavirus/entregas-de-vacinas-covid-19>. Acesso em: junho de 2021.

O GLOBO. Gol foi a primeira a operar no conceito de baixo custo. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/gol-foi-primeira-operar-no-conceito-baixo-custo-baixa-tarifa-4205474>. Acesso em: novembro de 2020.

O GLOBO. Linha do tempo mostra os principais fatos da pandemia no Brasil. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/sociedade/linha-do-tempo-mostra-os-principais-fatos-da-pandemia-no-brasil-24897725>. Acesso em: abril de 2021.

OLIVER WYMAN. Global Fleet and MRO Market Forecast 2021-2031. 2021.

OUR WORLD IN DATA. Covid Vaccinations. Disponível em: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>. Acesso em: junho de 2021.

Relatórios internos do Banco BTG Pactual.

RICO. Rating de Crédito. Disponível em: <https://riconnect.rico.com.vc/blog/rating-de-credito>. Acesso em: junho de 2021.

SENADO EM DISCUSSÃO. Incentivos oficiais à aviação regional existiram entre 1975 e 1999. Disponível em: <https://www.senado.gov.br/noticias/Jornal/emdiscussao/revista-em-discussao-edicao-novembro-2010/materias/incentivos-oficiais-a-aviaao-regional-existiram-entre-1975-e-1999.aspx>. Acesso em: fevereiro de 2021.

SIMPLE FLYING. LATAM'S Fleet in 2021. Disponível em: <https://simpleflying.com/latam-fleet-2021/>. Acesso em: junho de 2021.

SUNO NOTÍCIAS. Demanda de aéreas deve voltar aos níveis pré-pandemia em 2023. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/noticias/demanda-aereas-pre-pandemia-2023/>. Acesso em: setembro de 2020.

SUNO RESEARCH. Suno Drops - Azul. 8 de fevereiro de 2021.

TSA. TSA checkpoint travel numbers. Disponível em: <https://www.tsa.gov/coronavirus/passenger-throughput>. Acesso em: junho de 2021.

UOL. Leilão de 22 aeroportos fica até 9.209% acima do esperado e rende R\$ 3,3 bi. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/04/07/leilao-aeroportos-governo-federal.htm>. Acesso em: junho de 2021.

US COURTS. Chapter 11 – Bankruptcy Basics. Disponível em: <https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics>. Acesso em: maio de 2021.

WALL STREET JOURNAL. American Airlines Plans for Expanded Summer Flying Schedule. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/american-airlines-plans-for-expanded-summer-flying-schedule-11618406200>. Acesso em: junho de 2021.