



MATEUS SILVEIRA VIDAL

**IMPACTOS DA COVID-19 NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS
COMPANHIAS DO SETOR AÉREO BRASILEIRO LISTADAS NA B3**

FORTALEZA

2023

MATEUS SILVEIRA VIDAL

IMPACTOS DA COVID-19 NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS
COMPANHIAS DO SETOR AÉREO BRASILEIRO LISTADAS NA B3

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado ao curso de Ciências
Contábeis do Centro Universitário
Christus, como requisito parcial para
obtenção do título de bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientador: Prof. Me. Igor Rodrigo
Menezes Teodósio.

FORTALEZA

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Centro Universitário Christus - Unichristus
Gerada automaticamente pelo Sistema de Elaboração de Ficha Catalográfica do
Centro Universitário Christus - Unichristus, com dados fornecidos pelo(a) autor(a)

V649i Vidal, Mateus Silveira.
Impactos da Covid-19 no desempenho econômico-financeiro
das companhias do setor aéreo brasileiro listadas na B3. / Mateus
Silveira Vidal. - 2023.
70 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Centro
Universitário Christus - Unichristus, Curso de Ciências Contábeis,
Fortaleza, 2023.

Orientação: Prof. Me. Igor Rodrigo Menezes Teodósio.

1. Desempenho. 2. Setor aéreo. 3. Covid-19. I. Título.

CDD 657

MATEUS SILVEIRA VIDAL

IMPACTOS DA COVID-19 NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS
COMPANHIAS DO SETOR AÉREO BRASILEIRO LISTADAS NA B3

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado ao curso de Ciências
Contábeis do Centro Universitário
Christus, como requisito parcial para
obtenção do título de bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientador: Prof. Me. Igor Rodrigo
Menezes Teodósio.

Aprovado em: ____/____/____

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Me. Igor Rodrigo Menezes Teodósio (Orientador)
Centro Universitário Christus (Unichristus)

Prof. Me. Mônica Barreto de Sá Estite
Centro Universitário Christus (Unichristus)

Prof. Dra. Tatiana Aquino Almeida
Centro Universitário Christus (Unichristus)

AGRADECIMENTOS

A Deus, em primeiro lugar, por ser o meu sustento nas horas em que mais precisei e me deu forças para concluir mais uma etapa da minha vida, que é a formação acadêmica.

A meu pai e minha mãe, que sempre são fonte de bons conselhos e suporte para todas as minhas escolhas, que nunca deixaram de incentivar e apoiar a minha formação educacional e acadêmica. Aos meus irmãos, pelo apoio e ajuda em algumas etapas da realização deste trabalho.

A meu orientador, professor Igor Teodósio, que me apoiou com toda a paciência, confiança, incentivo, esclarecimentos e a quem sempre serei imensamente grato.

Às professoras membros da banca, professora Mônica e professora Tatiana, pelas significativas contribuições e incentivos para a conclusão deste trabalho.

Aos meus colegas de curso, que sempre me apoiaram e me deram forças, principalmente no período de pandemia, em que a união da turma fez toda a diferença.

Aos professores do curso de Ciências Contábeis do Centro Universitário Unichristus, profissionais capacitados que fizeram toda a diferença no meu desenvolvimento profissional.

Ao programa PROUNI (Programa Universidade para Todos), essencial para o meu processo de formação acadêmica, dando condições de frequentar uma faculdade de qualidade.

RESUMO

Em 11 de Março de 2020, a Organização Mundial da Saúde declarou estado de pandemia no mundo, em decorrência do número de casos de Covid-19. Vários setores econômicos foram afetados, porém, um dos mais impactados pela crise foi o setor aéreo. Fundamentado nesse contexto, este trabalho tem como objetivo analisar o impacto da Covid-19 nas companhias aéreas listadas na B3 S/A Brasil, Bolsa Balcão, a partir da observação dos indicadores econômico-financeiros, no período de 2017-2021, compreendendo o momento anterior e durante a pandemia. Foi realizada uma pesquisa descritiva, documental e qualitativa, na qual foram estudadas as demonstrações contábeis das empresas, alvo desta investigação. Os cálculos dos indicadores de rentabilidade, liquidez e de endividamento, somados à análise das notas explicativas, trouxeram resultados que foram disponibilizados para atender o objetivo geral, bem como os objetivos específicos deste trabalho, proporcionando um maior entendimento sobre o tema. Os resultados da pesquisa demonstraram que as empresas aéreas já vinham apresentando parâmetros insatisfatórios, decorridos de eventos diversos como, a variação da taxa cambial e dívidas de altos valores, agravando ainda mais a situação com a chegada da crise pandêmica de Covid-19. Esta pesquisa contribui e traz novas informações sobre a temática, com a proposta de aumentar e enriquecer o conhecimento científico acerca da utilização da análise econômico-financeira no contexto das empresas aéreas brasileiras. Os resultados desse estudo têm como finalidade auxiliar gestores, órgãos reguladores e os demais usufruidores interessados nas análises, de forma que atendam às suas necessidades.

Palavras-chave: Desempenho. Setor aéreo. Covid-19

ABSTRACT

On March 11, 2020, the World Health Organization declared a state of pandemic in the world due to the number of Covid-19 cases. Several economic sectors were affected, but one of the most impacted by the crisis was the airline industry. Based on this context, this paper aims to analyze the impact of Covid-19 on airlines listed on B3 S/A Brasil, Bolsa Balcão, from the observation of economic and financial indicators, in the period 2017-2021, comprising the moment before and during the pandemic. A descriptive, documentary and qualitative research was conducted, in which the financial statements of the companies, the target of this investigation, were studied. The calculations of the profitability, liquidity and indebtedness indicators, added to the analysis of the explanatory notes, brought results that were made available to meet the general objective, as well as the specific objectives of this work, providing a greater understanding of the theme. The results of the research showed that the airlines had already been presenting unsatisfactory parameters, due to various events such as the exchange rate variation and high value debts, further aggravating the situation with the arrival of the Covid-19 pandemic crisis. This research contributes and brings new information on the subject, with the proposal to increase and enrich scientific knowledge about the use of economic-financial analysis in the context of Brazilian airlines. The results of this study are intended to help managers, regulatory agencies and other users interested in the analysis, in a way that meets their needs.

Keywords: Performance. Airline Industry. Covid-19

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Usuários e objetivos da análise das demonstrações contábeis.....	22
Quadro 2 – Síntese dos indicadores utilizados.....	36

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice de giro do ativo.....	40
Gráfico 2 - Índice de retorno do investimento.....	41
Gráfico 3 - Índice de Margem EBITDA.....	44
Gráfico 4 - Índice de Liquidez Corrente.....	46
Gráfico 5 - Índice de Liquidez Seca.....	47
Gráfico 6 - Índice de Liquidez Imediata.....	49
Gráfico 7 - Índice de Liquidez Geral.....	51
Gráfico 8 - Participação no capital de terceiros.....	53
Gráfico 9 - Composição do endividamento.....	54

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Índice de giro do ativo	39
Tabela 2 - Índice de Retorno do Investimento - ROI	41
Tabela 3 - Índice de Retorno do Patrimônio Líquido - ROE	42
Tabela 4 - Índice de Margem EBITDA.....	43
Tabela 5 - Índice de Liquidez corrente	45
Tabela 6 - Índice de Liquidez seca.....	47
Tabela 7 - Índice de Liquidez imediata	48
Tabela 8 - Índice de Liquidez Geral.....	50
Tabela 9 - Participação no capital de terceiros.....	52
Tabela 10 - Composição de endividamento	54

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Partes interessadas na análise econômico-financeira	21
--	----

LISTA DE ABREVIações E SIGLAS

ABEAR	–	Associação Brasileira das Empresas Aéreas
ANAC	–	Agência Nacional de Aviação Civil
B3	–	Brasil, Bolsa, Balcão
EBITDA	–	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização
IATA	–	Associação Internacional de Transporte Aéreo
IFRS	–	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IBGE	–	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
OMS	–	Organização Mundial da Saúde
PIB	–	Produto Interno Bruto
ROE	–	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROI	–	Retorno sobre o Investimento

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 REVISÃO DE LITERATURA	17
2.1 COVID-19 e o setor aéreo	17
2.2 Análise das demonstrações contábeis	20
2.3 Indicadores econômico-financeiros	23
<i>2.3.1 Indicadores de Rentabilidade</i>	<i>24</i>
2.3.1.1 Giro do Ativo.....	24
2.3.1.2 Retorno sobre o Investimento	25
2.3.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido	26
2.3.1.4 EBITDA e Margem EBITDA	26
<i>2.3.2 Indicadores de liquidez</i>	<i>27</i>
2.3.2.1 Liquidez Corrente	28
2.3.2.2 Liquidez Seca	28
2.3.2.3 Liquidez Imediata	29
2.3.2.4 Liquidez Geral	29
<i>2.3.3 Indicadores de Endividamento</i>	<i>30</i>
2.3.3.1 Participação do Capital de Terceiros.....	31
2.3.3.2 Composição do Endividamento	31
2.4 Estudos anteriores	32
3 METODOLOGIA	35
3.1 Tipologia da pesquisa	35
3.2 Plano amostral e coleta de dados	35
3.3 Variáveis da pesquisa: Indicadores	36
3.4 Técnicas de análise	37
4 RESULTADO	39
4.1 Indicadores de Rentabilidade	39
4.1.1 Giro do ativo	39
4.1.2 Retorno sobre o Investimento.....	41
4.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido	42
4.1.4 Margem EBITDA.....	43
4.2 Indicadores de Liquidez	45
4.2.1 Liquidez Corrente.....	45

4.2.2	<i>Liquidez Seca</i>	47
4.2.3	<i>Liquidez Imediata</i>	48
4.2.4	<i>Liquidez Geral</i>	50
4.3	Indicadores de Endividamento	52
4.3.1	<i>Participação do capital de terceiros</i>	52
4.3.2	<i>Composição do endividamento</i>	54
4.4	Análise das Notas Explicativas	55
4.4.1	<i>Análise das Notas Explicativas da companhia Azul</i>	56
4.4.2	<i>Análise das Notas Explicativas da companhia Gol</i>	58
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
	REFERÊNCIAS	63

1 INTRODUÇÃO

Em 31 de dezembro de 2019, em Wuhan, na China, foi descoberta uma nova linhagem de coronavírus (SARS-CoV-2) que causa problemas respiratórios nos portadores desse agente, conforme explicam Macedo, Ornellas e Bomfim (2020). Essa nova cepa de coronavírus, chamada de Covid-19, se espalhou rapidamente por vários países ao redor do mundo, levando a Organização Mundial da Saúde (OMS) a classificar a doença como uma pandemia em 11 de março de 2020 (PORSSE *et al.*, 2020).

De acordo com Porsse *et al.* (2020), devido à inexistência de uma vacina contra a doença e ao alto índice de morbidade e mortalidade registrados em vários países, órgãos internacionais, como a OMS, e diversos especialistas da área de saúde sugeriram o isolamento social como forma de conter a propagação do coronavírus. Siqueira (2020, p. 2) complementa que "as ações para conter a disseminação do SARS-CoV-2 concentraram-se inicialmente em medidas de isolamento para casos confirmados e autoquarentena daqueles conscientemente expostos".

No Brasil, devido à adoção de medidas para conter o novo coronavírus, as organizações empresariais sofreram impactos severos devido à paralisação de suas atividades econômicas. Apenas atividades consideradas essenciais, como supermercados, hospitais e postos de combustíveis, tiveram permissão para continuar em funcionamento (GULLO, 2020). Nesse contexto, o setor aéreo brasileiro foi significativamente prejudicado devido ao Covid-19, uma vez que não foi considerado essencial.

O setor aéreo possui uma importância significativa na economia brasileira. Segundo dados divulgados em 2020 pela Associação Brasileira das Empresas Aéreas (ABEAR, 2020), o setor contribuiu com 1,4% do PIB nacional, gerando uma receita de R\$ 103,4 bilhões para a economia brasileira. Estima-se que o setor seja responsável por 6,4 milhões de empregos, distribuídos entre os setores envolvidos e estimulados pelo transporte aéreo. No entanto, o setor aéreo é sensível a fatores externos e costuma ser um dos primeiros a sentir as mudanças e, muitas vezes, o último a se recuperar em relação a outros segmentos empresariais (ALBUQUERQUE, 2020).

Com a crise sanitária e o aumento dos casos de Covid-19, em março de 2020 havia um risco real de paralisação total do serviço, conforme a Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC, 2020). Para manter o transporte aéreo para deslocamento de

materiais, profissionais de saúde e pessoas que ainda precisavam viajar, foi estabelecida a malha aérea essencial, que era 91,61% menor do que a programada originalmente pelas empresas para o período (ANAC, 2020). No entanto, mesmo com a criação da malha aérea essencial, devido à queda na demanda, as grandes companhias aéreas brasileiras enfrentaram sérias dificuldades financeiras, o que as obrigou a reduzir drasticamente sua oferta (ROJAS, 2021).

Dados divulgados pela Associação Internacional de Transporte Aéreo (IATA, 2020) revelam que as restrições de circulação afetaram profundamente a indústria da aviação civil globalmente, resultando em uma queda de receita de quase meio trilhão de dólares (de US\$ 838 bilhões em 2019 para US\$ 328 bilhões em 2020). As companhias aéreas também reduziram aproximadamente US\$ 365 bilhões em custos (de US\$ 795 bilhões em 2019 para US\$ 430 bilhões em 2020).

Conforme dados divulgados pela ANAC, as restrições resultaram em uma queda de 71% na demanda e 62,6% na oferta no mercado internacional em 2020, em comparação com o ano de 2019. No mercado doméstico, no mesmo período, o transporte aéreo apresentou redução de 48,7% na demanda e 47% na oferta. Esses foram os piores desempenhos registrados nos indicadores em mais de uma década (ANAC, 2021).

Alves *et al.* (2021) relatam que algumas empresas do setor aéreo já enfrentavam dificuldades para se manterem em atividade antes da pandemia. No entanto, com a crise sanitária, os impactos na saúde financeira dessas companhias se intensificaram. Em julho de 2020, a Latam Brasil entrou em processo de recuperação judicial nos Estados Unidos, a Avianca Brasil decretou falência em julho de 2020, após iniciar sua recuperação judicial em 2018, e a Gol apresentou, no primeiro trimestre de 2020, um relatório da auditoria independente apontando risco de descontinuidade da empresa aérea (ALVES *et al.*, 2021).

Diante do exposto e considerando os efeitos causados pela Covid-19 nas organizações brasileiras, especialmente nas empresas do setor aéreo do Brasil, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: Qual é o impacto da Covid-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias aéreas listadas na B3? Dessa forma, este estudo tem como objetivo geral analisar os impactos da Covid-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias aéreas listadas na B3.

Para o alcance do objetivo geral, foram propostos os seguintes objetivos específicos:

- i) analisar os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor aéreo brasileiro;
- ii) comparar os indicadores econômico-financeiros das companhias aéreas brasileiras da amostra no período de análise; e
- iii) identificar os fatores relatados pelas companhias em Notas Explicativas que podem ter impactado o resultado.

Justifica-se a realização desta pesquisa à medida que visa analisar os impactos trazidos pela crise sanitária da COVID-19 para as empresas aéreas, contribuindo com a análise dos efeitos no desempenho do setor aeronáutico, um dos mais afetados pela pandemia e que possui um alto impacto econômico no Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, agindo ainda como estimulante para as atividades diversas do turismo (ABEAR, 2022).

Segundo Pasin e Lacerda (2003), em períodos de expansão econômica há uma demanda maior por serviços prestados pelas empresas aéreas, enquanto em períodos de estresse econômico (recessão), há uma queda acentuada no “movimento” dos aeroportos. Diante disso, mostra-se relevante investigar o desempenho das companhias aéreas brasileiras, pois, por ser um setor fortemente regulamentado e influenciado pela performance da economia, é sensível a alterações nas estruturas econômicas e políticas do governo (OLIVEIRA; SIQUEIRA; MACHADO, 2016), como aconteceu no contexto da pandemia da COVID-19.

Sobre a análise de demonstrativos, Muneretto (2020) afirma que após uma criteriosa avaliação dos indicadores econômico-financeiros, é possível identificar os pontos positivos a serem mantidos e os negativos que devem ser aprimorados. Esta pesquisa se baseia em autores como Iahn (2012) e Sousa (2020), que trazem em seus estudos sobre o setor aéreo informações que mostram a importância da análise de desempenho como parâmetro da saúde financeira das entidades em meio a um contexto específico ou como fator determinante para a tomada de decisão. Este trabalho se diferencia em investigar as ações tomadas pelas companhias aéreas em resposta ao cenário de crise intensificado pela COVID-19, utilizando a análise complementar das Notas Explicativas divulgadas nas demonstrações financeiras das companhias aéreas, ressaltando a sua característica de evidenciar de maneira clara e objetiva os dados contidos nos resultados, contribuindo para o esclarecimento de dúvidas dos interessados nas informações prestadas pelas empresas (HUNGARATO, 2008).

Considerando que, de acordo com Rojas (2020), há poucas evidências científicas que discutem a temática relacionada ao desempenho do setor aéreo, este estudo poderá trazer novas informações que contribuirão para o aumento e enriquecimento do conhecimento científico acerca da utilização da análise econômico-financeira no contexto das organizações aéreas brasileiras.

Espera-se, portanto, que os resultados desta pesquisa possam auxiliar gestores nos seus processos de decisão estratégica e operacional, visando conter os impactos de crises externas e internas; investidores no processo de decisão relacionados a alocação de recursos para investimentos; e para órgãos reguladores no âmbito fiscalizador e informativo, de modo a auxiliar nos processos de elaboração de políticas públicas para conter os impactos de crises, dada a relevância do setor aéreo para a economia do Brasil.

Esta pesquisa desenvolve-se em cinco seções. Na primeira parte, a introdução, onde estão expostos a temática em geral, a questão de pesquisa, os objetivos (geral e específicos) que serão respondidos pelo trabalho e a justificativa. Na segunda seção será tratada a revisão de literatura, trazendo o fundamento científico em que se apoia a análise dos resultados. A terceira seção trata da metodologia de pesquisa. A quarta seção apresenta a exposição, análise e discussão dos resultados. Na quinta seção conclui-se o trabalho, trazendo as considerações finais, limitações e sugestões para novas pesquisas.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste tópico estará presente a revisão de literatura na qual será embasado este trabalho acadêmico. Nesta seção serão abordados os seguintes assuntos: COVID-19 e o setor aéreo brasileiro; análise das demonstrações contábeis, com a apresentação de indicadores econômico-financeiros; e estudos anteriores relacionados ao setor aéreo brasileiro.

2.1 COVID-19 e o setor aéreo brasileiro

Em dezembro de 2019, na cidade de Wuhan, província de Hubei, China, foi descoberto o SARS-CoV-2, um tipo de coronavírus presente em amostras obtidas de pacientes com pneumonia de causa desconhecida. Logo, as autoridades confirmaram que se tratava de uma nova cepa do coronavírus, causadora da infecção respiratória aguda denominada COVID-19 (BRASIL, 2021).

Considerando que a transmissão do coronavírus ocorre por meio de gotículas respiratórias em contato com o infectado e devido à sua alta taxa de letalidade, autoridades em todo o mundo optaram por impor medidas de contenção para reduzir as taxas de infecção e mortalidade. Isso incluiu o fechamento de escolas, cancelamentos de eventos públicos, restrição de movimentos e isolamento social (OCDE, 2020; WU *et al.*, 2020).

No Brasil, o primeiro caso foi confirmado em 26 de fevereiro de 2020. Em março do mesmo ano, o número de notificações de pessoas infectadas pela COVID-19 já ultrapassava 1.000, confirmando o estado de pandemia no país (BASTOS *et al.*, 2020). Em 2020, o primeiro ano da pandemia no país, foram confirmados 7.675.781 brasileiros contaminados com o novo coronavírus e 194.976 óbitos (G1, 2020).

Vale salientar que o enfrentamento da pandemia de COVID-19 foi um desafio até mesmo para os sistemas de saúde mais bem preparados do mundo. Mesmo com experiência no manejo de emergências de saúde pública, a natureza nova da doença, a falta de um tratamento específico e as particularidades da infecção dificultaram uma resposta rápida e eficaz por parte das autoridades sanitárias em vários países (VIEIRA; SERVO, 2021).

Lima *et al.* (2020) explicam que o Brasil, ao contrário dos países desenvolvidos, apresentava limitações em termos de estratégias para lidar com crises na saúde pública devido à falta de uma cultura local de prevenção dessas ocorrências (LIMA *et al.*, 2020). Além disso, a crise política instalada há vários anos, a divergência entre o governo federal e as demais entidades federativas em relação às medidas de enfrentamento da pandemia e a fragilidade do Sistema Único de Saúde (SUS) tornaram o desafio no país ainda maior (VIEIRA; SERVO, 2021).

No contexto econômico, as medidas de contenção adotadas para conter a propagação do vírus causaram impactos consideráveis. Inicialmente, apenas as atividades consideradas essenciais puderam continuar funcionando presencialmente, enquanto outras tiveram que se adaptar ao trabalho remoto, o que resultou em impactos diretos no emprego e na renda da população (GULLO, 2020). Os trabalhadores, especialmente os informais, foram os mais afetados em comparação com os formais, uma vez que estes últimos conseguiram manter parte de sua renda devido às políticas implementadas pelo governo para evitar demissões em massa (BRASIL, 2020). As micro e pequenas empresas foram fortemente afetadas pela crise, principalmente em relação à gestão de caixa, e mesmo com suas atividades paralisadas, não estavam isentas de alguns custos fixos (SILVA; SILVA, 2020).

É importante lembrar, ainda, que vários setores econômicos do país foram afetados pela pandemia, principalmente devido às restrições de circulação de pessoas. Destacam-se os setores de atividades artísticas e o setor de transportes, especialmente o setor aéreo (BRASIL, 2020). O setor aéreo tem uma representação significativa na economia mundial e, levando em consideração sua estreita ligação com o turismo, suas atividades contribuíram com 10,3% do PIB mundial em 2019 (pré-pandemia). Além disso, ele desempenha um papel importante na geração de empregos diretos e indiretos, totalizando 333 milhões de postos de trabalho (ABEAR, 2022; WORLD TRAVEL; TOURISM COUNCIL, 2022). No Brasil, o setor aéreo gerou um valor adicionado de R\$ 103,4 bilhões em 2019, o que representou aproximadamente 1,4% do PIB nacional (ABEAR, 2020).

Em 2020, as medidas de contenção contra a pandemia de Covid-19 resultaram em reduções na demanda e na oferta de voos domésticos no setor aéreo. Esses indicadores registraram uma queda de 48,7% e 47%, respectivamente, representando o pior resultado em mais de uma década (ANAC, 2021). No mesmo ano, o transporte de passageiros no mercado doméstico totalizou 45,2 milhões, o que

representa uma redução de 52,4% em relação ao mesmo período de 2019 (ANAC, 2021). No mercado internacional, a demanda e a oferta tiveram uma redução de 71% e 62,6%, respectivamente, em comparação com 2019, e o transporte de passageiros registrou 6,75 milhões em 2020, uma queda de 72% em relação ao mesmo período do ano anterior (ANAC, 2021).

Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), em 2021 a economia apresentou crescimento de 5,0%, após uma revisão realizada em dezembro de 2022, recuperando as perdas de 2020 quando o PIB teve uma queda de 3,9% devido aos efeitos da Covid-19 (IBGE, 2022). Da mesma forma, o setor aéreo também apresentou melhorias em seu desempenho, porém, de forma discreta. No mercado doméstico, foram transportados 62,5 milhões de passageiros em 2021, representando um aumento de 38,5% em relação ao ano anterior. Já no mercado internacional, devido à continuação da crise, foram transportados 4,8 milhões de passageiros em 2021, uma redução de 29,2% em comparação aos dados do ano anterior (ABEAR, 2022; ANAC, 2022).

É válido mencionar que a Covid-19 teve impactos significativos no mercado de capitais, incluindo as empresas do setor aéreo. Salisu e Vo (2020) observaram que, à medida que as notícias apresentavam um cenário de incerteza em relação ao surto de COVID-19, o efeito negativo sobre o mercado de ações era estatisticamente significativo, resultando em queda nos preços das ações e nos retornos correspondentes (SALISU; VO, 2020). Em março de 2020, quando as bolsas de valores de alguns países ocidentais puderam precificar o impacto da pandemia, as empresas listadas nesses mercados perderam cerca de 30% de seu valor de mercado. No mesmo período, a B3, bolsa de valores brasileira, fechou com uma queda de 29,9%, registrando o menor valor desde 1998 (SALISU; VO, 2020; VALOR INVESTE, 2020).

A participação do setor aéreo no mercado de capitais não tem sido atrativa para investidores com perfil conservador, ou seja, aqueles que buscam segurança em suas decisões de investimento em vez de retornos elevados. Os altos custos operacionais, margens de lucro baixas e alta sensibilidade a fatores externos fazem com que as ações das companhias aéreas sejam mais procuradas por investidores que desejam diversificar suas carteiras de investimento (RAMBO, 2014; PUJOL; LACERDA, 2020). Com a pandemia de Covid-19, os preços das ações das

companhias aéreas foram negativamente afetados, e devido ao alto custo operacional do setor, a recuperação ainda é incerta para o mercado financeiro (ESTADÃO, 2022).

Nesse contexto, destaca-se a importância das demonstrações contábeis, que fornecem informações sobre a situação patrimonial e financeira das entidades, servindo como objeto de análise e orientando os investidores em suas decisões de investimento (MARION, 2022). É válido ressaltar a importância do conhecimento contábil por parte dos investidores, abrangendo suas diversas áreas, para que as informações obtidas por meio da análise sejam capazes de auxiliar na gestão dos recursos investidos e na compreensão das características econômicas de cada ativo financeiro (BORGES; FERREIRA, 2018).

2.2 Análise das demonstrações contábeis

A contabilidade pode ser considerada uma ferramenta importante que utiliza dados provenientes das entidades e os transforma em informações úteis para a tomada de decisões e para auxiliar na gestão organizacional, de acordo com a situação e realidade em que a empresa se encontra (SOBREIRA *et al.*, 2021). Martins, Diniz e Miranda (2020) afirmam que a Contabilidade pode ser entendida como um modelo que busca representar de maneira mais simples a realidade econômica e financeira das entidades para os usuários interessados nas informações, por meio da elaboração das demonstrações contábeis, com a finalidade de apoiar o processo de tomada de decisão.

De acordo com Marion (2019), a análise das demonstrações é tão antiga quanto a contabilidade, sendo representada pelos primeiros inventários de rebanhos, datados da mesma época do início provável da contabilidade (\pm 4000 a.C.), como uma forma de preocupação com a variação da riqueza (rebanho) do homem primitivo. No final do século XIX, houve uma abordagem mais efetiva da análise dos relatórios contábeis, principalmente pelos bancos, que solicitavam as demonstrações das empresas que desejavam contrair empréstimos (MARION, 2019).

Silva (2019) explica que a análise das demonstrações contábeis aumentou sua relevância, pois anteriormente tinha importância apenas enquanto instrumento utilizado pelas instituições financeiras com o objetivo de avaliar os riscos de crédito. Com o tempo, no entanto, ela se transformou em uma ferramenta importante para fornecer informações para as decisões gerenciais e para os investidores.

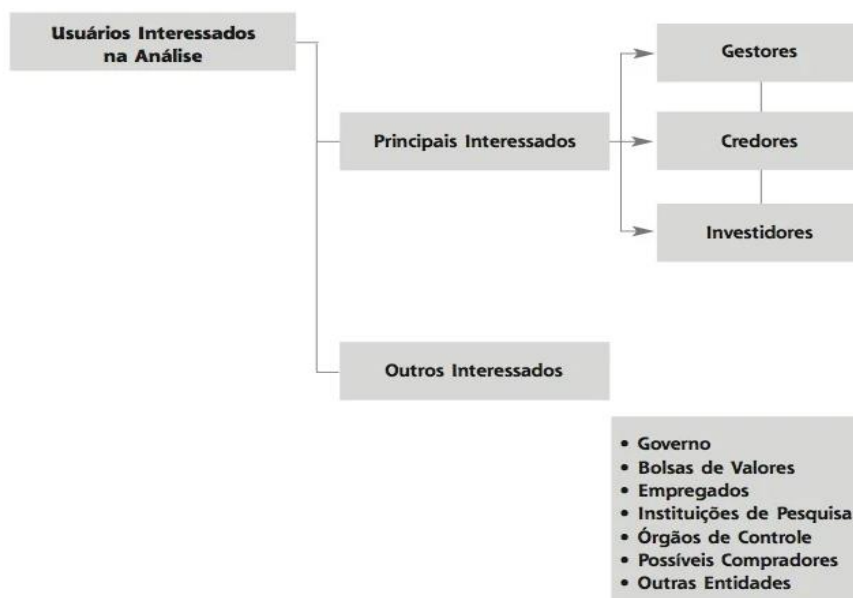
Para Pérez Júnior e Begalli (2015), a análise das demonstrações financeiras é essencial para que os usuários externos tenham informações que atendam aos seus interesses com a entidade e para a análise do desempenho econômico e financeiro da empresa. Borinelli e Pimentel (2017) complementam que, para os gestores, a análise das demonstrações contábeis também serve como apoio à tomada de decisões, identificando se a instituição está captando recursos de forma adequada e investindo em ativos rentáveis.

O Pronunciamento Técnico Contábil CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis (2011) define a finalidade das demonstrações contábeis:

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações contábeis também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados (CPC 26 (R1), 2011, p. 6).

Além disso, Martins, Diniz e Miranda (2020) afirmam que o objetivo da análise das demonstrações contábeis é extrair informações para a tomada de decisões, e que a escolha das informações extraídas para a análise depende do usuário que as utilizará. Nesse contexto, a Figura 1 apresenta os usuários interessados nas informações obtidas com a análise das demonstrações contábeis.

Figura 1 – Partes interessadas na análise econômico-financeira



Fonte: Padoveze e Benedicto (2011, p. 92).

Padoveze e Benedicto (2011) afirmam que o objetivo da análise econômico-financeira é extrair informações das demonstrações contábeis para várias finalidades, como avaliar a situação financeira de empresas concorrentes, de clientes, fornecedores entre outros. Os autores reforçam que sua maior importância é para o uso interno, como ferramenta de auxílio no processo de tomada de decisões. Complementando, o Quadro 1 apresenta os objetivos da análise das demonstrações contábeis de acordo com a finalidade dos usuários externos.

Quadro 1 – Usuários e objetivos da análise das demonstrações contábeis

Analistas externos	Objetivos da análise
Fornecedores, instituições financeiras e outros credores	Análise da capacidade das pessoas em pagar suas dívidas e garantir empréstimos
Funcionários	Continuidade da empresa e pagamento de salários
Governo	Lucratividade e impostos sobre vendas
Acionistas preferenciais, que não têm poder de decisão na empresa	Capacidade de a empresa gerar lucros
Acionistas ordinários com poder de eleger administradores	Desempenho dos administradores
Clientes	Capacidade de a empresa garantir fornecimento de bens e serviços

Fonte: Adaptado de Perez Júnior e Begalli (2015).

A análise das demonstrações contábeis traz informações sobre a atual posição financeira da entidade, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras. Portanto, por meio da análise de balanços, obtém-se informações sobre a posição passada, presente e futura (projetada) de uma empresa (ASSAF NETO, 2020). Perez Júnior e Begalli (2015) explicam que, para que o processo de análise alcance os resultados almejados pelos usuários, é necessário que as informações tenham a qualidade adequada, ou seja, sejam confiáveis, abrangentes, objetivas e tempestivas.

Segundo Silva (2019), por meio das demonstrações contábeis, é possível avaliar o desempenho econômico, financeiro e patrimonial da empresa em relação a períodos passados, confrontando-os ou não com metas pré-estabelecidas, além de compará-los com tendências regionais ou do segmento em que a empresa está inserida. Graham e Meredith (2010) destacam que, ao realizar a análise de um único

balanço patrimonial, podem ser fornecidas indicações sobre a situação passada da empresa, porém, para uma análise mais eficaz, é necessário contextualizá-lo com a demonstração do resultado e realizar comparações entre balanços patrimoniais sucessivos.

Assaf Neto (2020) complementa que a análise de dados é essencialmente comparativa, sendo indispensável o conhecimento da evolução do resultado ao longo dos anos analisados e sua situação em relação aos concorrentes e aos padrões de mercado. Nesse contexto, é importante destacar a relevância dos indicadores econômico-financeiros para a análise das demonstrações, pois, por serem relações entre duas grandezas, eles minimizam a necessidade de analisar todo o montante, facilitando assim o trabalho do analista ao gerar informações úteis e relevantes para a tomada de decisão (MARION, 2019).

2.3 Indicadores econômico-financeiros

Iudícibus (2017) afirma que a análise financeira por meio de quocientes é um dos desenvolvimentos mais importantes da Contabilidade, pois trouxe a possibilidade de fazer comparações entre os elementos das demonstrações, resultando em uma análise mais eficaz.

Alves e Laffin (2018) asseveram que a análise baseada em vários períodos gera resultados mais consistentes e que os índices são utilizados para realizar comparações com as demonstrações contábeis da empresa. É importante ressaltar que as diversas informações da empresa contidas nas demonstrações contábeis, quando analisadas com o uso de indicadores, fornecem uma visão real da empresa e oferecem recursos para o planejamento de ações futuras (ALVES; LAFFIN, 2018). As informações dos períodos anteriores servem para que o analista possa deduzir o que poderá acontecer no futuro com base em tendências, contribuindo assim para decisões futuras na entidade (IUDÍCIBUS, 2017).

Silva (2017) complementa que a análise dos quocientes fornece uma grande quantidade de informações ao usuário, auxiliando-o em sua tomada de decisão, e demonstra a situação econômica, financeira e patrimonial da empresa. Essa análise deve ser realizada na forma de uma série histórica, utilizando as informações contidas nas demonstrações contábeis (SILVA, 2017).

Dessa forma, a literatura destaca vários indicadores econômico-financeiros que podem ser utilizados para a análise e avaliação das informações contábeis. A seguir, serão apresentados os índices que serão utilizados nesta pesquisa: i) Giro do ativo; ii) Retorno sobre o investimento; iii) Retorno sobre o Patrimônio Líquido; iv) EBITDA; v) Liquidez corrente; vi) Liquidez seca; vii) Liquidez imediata; viii) Liquidez geral; ix) Participação no capital de terceiros; x) Composição do endividamento (ASSAF NETO, 2020; IUDÍCIBUS, 2017; MARION, 2019; MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020).

2.3.1 Indicadores de Rentabilidade.

Martins, Diniz e Miranda (2020, p. 169) afirmam que uma empresa sem rentabilidade estará comprometida, pois a rentabilidade é a "alma do negócio". No entanto, de acordo com Iudícibus (2017, p. 119), "expressar a rentabilidade em termos absolutos tem uma utilidade informativa bastante reduzida", ou seja, apenas demonstrar o quanto uma empresa lucrou não fornecerá uma informação completa.

Nesse contexto, Silva (2017, p. 153) afirma que é possível avaliar o desempenho global de um empreendimento por meio do estudo das taxas de retorno. Segundo o autor, essa análise busca mais do que apenas avaliar a produtividade da empresa analisada, pois procura identificar o retorno sobre o investimento total, sobre as vendas e sobre o capital próprio, obtendo informações sobre a lucratividade do negócio e a eficiência da gestão dos investimentos totais (ativos) (SILVA, 2017).

Conforme Bruni (2014), a análise da rentabilidade é um dos aspectos mais importantes ao analisar as demonstrações contábeis, pois quanto maior o retorno ou a rentabilidade indicada pelos índices, maiores são as possibilidades de geração de valor. Ainda segundo o autor, a lucratividade resulta na rentabilidade. Marion (2019, p. 122) complementa que, para saber se uma companhia obteve retorno, deve-se "[...] calcular a taxa de lucro, ou seja, comparar o lucro em valores absolutos com valores que guardam alguma relação com o mesmo".

Com base nos autores citados nesta seção, serão apresentados os seguintes indicadores que serão utilizados nesta pesquisa: i) Giro do ativo; ii) Retorno sobre o investimento; iii) Retorno sobre o Patrimônio Líquido; iv) Margem EBITDA.

2.3.1.1 Giro do ativo

Este indicador analisa a eficiência da empresa em utilizar seus ativos com a finalidade de gerar vendas, sendo conhecido também como índice de produtividade (MARION, 2019). A Equação 1 demonstra a forma de cálculo do giro do ativo, segundo Marion (2019).

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Líquidas}}{\text{Ativo total médio}} \quad (1)$$

Segundo Marion (2019), quanto maior for o resultado do cálculo deste indicador, mais eficientemente os ativos foram utilizados para gerar rentabilidade para a empresa. Martins, Diniz e Miranda (2020) complementam que quanto maior for o índice, mais a empresa conseguiu girar seu ativo, transformando os recursos aplicados em dinheiro e consequentemente impactando diretamente no resultado da empresa.

2.3.1.2 Retorno sobre o investimento

O Retorno sobre o investimento (ROI) é o índice que “mede o retorno de determinado investimento realizado e contabilizado em períodos nos quais ele será amortizado para, então, começar a gerar lucros” (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015, p. 338). A Equação 2 demonstra a forma de cálculo do ROI, conforme Ludícibus (2017).

$$\text{Retorno sobre o investimento (ROI)} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo}} \quad (2)$$

O índice de rentabilidade do ativo “evidencia o percentual de retorno do resultado líquido sobre o valor do ativo total, ou seja, é o potencial da empresa em gerar resultado (lucro ou prejuízo) para cada \$ 100,00 de ativos à disposição” (IAHN, 2012, p. 47). De acordo com Marion (2019), empresas que tem maiores resultados de margem líquida, possuem mais destaque nos seus resultados em relação ao preço de venda, enquanto as que se destacam no Giro do Ativo ganham em quantidade. Porém, a análise do ROI apresenta o equilíbrio da rentabilidade, conjugando essas duas variáveis no seu cálculo.

2.3.1.3 Retorno sobre o patrimônio líquido

Assaf Neto (2020, p. 222) define o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) como “[...] a taxa de rentabilidade auferida pelo capital próprio da empresa, sendo dimensionado pela relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, excluído o lucro líquido do próprio exercício”. Iahn (2012) explica que esse quociente é utilizado como forma de verificar a quantidade de tempo necessária para que os investidores e acionistas tenham o retorno do valor de capital que foi investido na sociedade. A fórmula para o cálculo desse indicador, conforme Marion (2019) é apresentada na Equação 3.

$$\text{Retorno sobre o patrimônio líquido} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}} \quad (3)$$

De acordo com Sousa (2020), o ROE, que compreende o retorno sobre o capital investido pelos proprietários, retrata o quanto a empresa obteve de resultado (lucro ou prejuízo) para cada \$ 100,00 de capital próprio investido.

2.3.1.4 EBITDA e a margem EBITDA

Bruni (2014) destaca que, para uma análise mais voltada para a gestão financeira da empresa, é interessante utilizar uma medida que se aproxime mais da ideia de fluxo de caixa. Sob a ótica contábil, o indicador que mais se aproxima do conceito de fluxo de caixa é o *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) ou, em português, Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (LAJIDA). O EBITDA é obtido a partir do momento em que juros, despesas financeiras, imposto de renda, contribuição social, depreciação e amortização são excluídos do cálculo do lucro líquido (FREZATTI; AGUIAR, 2007).

O EBITDA é uma medida que tem sido utilizada há algum tempo para diversas finalidades, podendo representar o potencial de fluxo de caixa de uma entidade (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Esse indicador surgiu na década de 1980, com o objetivo de auxiliar na avaliação de empresas com dificuldades financeiras, que, apesar da insuficiência de capital em termos de estrutura, apresentassem resultados

operacionais consistentes. Ao longo dos anos, o EBITDA ganhou relevância e passou a ser amplamente utilizado como indicador não padronizado para análise da geração de resultados e de caixa, bem como como uma medida de desempenho empresarial (PEREIRA *et al.*, 2021).

Diante do exposto, observa-se a necessidade de identificar e mensurar a eficácia dos resultados das empresas. Uma das motivações é analisar a efetividade das escolhas de gestão em termos de estratégias adotadas, sendo necessário que os indicadores escolhidos demonstrem que a entidade está gerando valor para as partes interessadas nesses resultados. Nesse contexto, o EBITDA é uma das principais ferramentas que permite a comparação entre o progresso operacional e a estratégia utilizada (FREZATTI; AGUIAR, 2007; SOUSA; SALES, 2021).

Por outro lado, a margem EBITDA é o indicador que mostra a capacidade da empresa de gerar rendimentos em relação à receita líquida de vendas. Seu principal objetivo é analisar a lucratividade da empresa com sua atividade, excluindo despesas financeiras, impostos, depreciações e amortizações (PEREZ JUNIOR; BEGALLI, 2015). A Equação 4 apresenta o cálculo para obtenção da Margem EBITDA, com base em Pérez Junior e Begalli (2015).

$$\text{Margem EBTIDA} = \frac{\text{EBTIDA}}{\text{Receita líquida de vendas}} \quad (4)$$

A interpretação deste indicador, segundo Pérez Junior e Begalli (2015), é que quanto maior a margem EBITDA, melhor será a capacidade da entidade de pagar o custo dos recursos onerosos (por exemplo, empréstimos e financiamentos). Bruni (2014) discute que indicadores relacionados ao EBITDA, por não considerar em seu cálculo gastos que não representam um desembolso da empresa, como depreciações e amortizações de ativos, podem ser considerados mais um indicador de caixa do que de lucratividade.

2.3.2 Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez "analisam a solvência ou a capacidade de cumprir as obrigações assumidas pela entidade" (BRUNI, 2014, p. 122). Esses indicadores indicam a capacidade de pagamento da empresa, ou seja, se ela tem

condições de liquidar seus compromissos, fornecendo indícios de sua continuidade e capacidade operacional (MARION, 2019; MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020). Com base nos autores mencionados, serão apresentados os seguintes índices: i) liquidez corrente; ii) índice de liquidez seca; iii) liquidez imediata; e iv) liquidez geral.

2.3.2.1 Liquidez Corrente

O indicador liquidez corrente mostra a quantidade de recursos de curto prazo (ativo circulante) que a empresa possui para cada unidade monetária de dívidas de curto prazo (passivo circulante). Ao analisar esse índice, se o resultado for maior que 1, indica que o capital circulante líquido (CCL) da empresa é positivo, e a empresa tem capacidade de receber a curto prazo em relação ao que espera pagar no mesmo prazo (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020). Assaf Neto (2020, p. 173) complementa que "a liquidez corrente indica a quantidade de ativo circulante para cada R\$1 de dívida a curto prazo". Conforme Marion (2019), o cálculo da liquidez corrente é apresentado na Equação 5.

$$\text{Liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}} \quad (5)$$

Bruni (2014) salienta que, conforme o valor da liquidez corrente aumenta, maiores são as chances de a empresa representar solvência a curto prazo, e menor é o risco oferecido aos credores, mas que sob a ótica da rentabilidade, liquidez em excesso pode ser prejudicial.

2.3.2.2 Liquidez Seca

O índice de liquidez seca "[...] representa o quanto a empresa possui a realizar no curto prazo, sem considerar a venda dos estoques, para cada real registrado a pagar" (BRUNI, 2014, p. 131). Ludícibus (2017) explica que este é um índice que permite uma avaliação mais conservadora das demonstrações contábeis, pois elimina-se os estoques do cálculo, considerado um fator de incerteza. Seguindo Martins, Diniz e Miranda (2020), a fórmula deste índice está descrita na Equação 6.

$$\text{Liquidez seca} = \frac{\text{Ativo circulante} - \text{estoques}}{\text{Passivo circulante}} \quad (6)$$

Este índice, de acordo com Ribeiro (2017), evidencia a capacidade líquida financeira da empresa em cumprir os compromissos de curto prazo, ou seja, o quanto de ativo circulante líquido para cada \$ 1 do passivo Circulante. Martins, Diniz e Miranda (2020) complementam que este é um indicador bastante utilizado por analistas, aumentando sua eficácia quando a análise é feita em conjunto com outros indicadores, apresentando resultados mais consistentes em relação à liquidez da entidade.

2.3.2.3 Liquidez imediata

Marion (2019) explica que o índice de liquidez imediata evidencia o quanto a entidade dispõe para saldar as dívidas de curto prazo. A fórmula está exposta na Equação 7, conforme Martins, Diniz e Miranda (2020).

$$\text{Liquidez imediata} = \frac{\text{Caixa e equivalente de caixa}}{\text{Passivo circulante}} \quad (7)$$

Na interpretação dos dados, o resultado obtido pela análise representa o quanto a empresa dispõe de caixa e equivalentes para cada real de dívidas vencíveis a curto prazo (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020). Segundo Borinelli e Pimentel (2017), este quociente é geralmente baixo, "pois os ativos financeiros não possuem o mesmo potencial de rentabilidade que os ativos operacionais das empresas".

2.3.2.4 Liquidez Geral

Segundo Assaf Neto (2020), este é um índice que mostra a liquidez tanto a curto quanto a longo prazo. Bruni (2014) expõe que "[...] em uma análise da evolução temporal da empresa, quanto mais reduzido o índice se tornar, maior a preocupação com as dívidas e as perspectivas de solvência do negócio". A Equação 8 apresenta a forma de cálculo do índice de liquidez geral, com base em Silva (2017).

$$\text{Liquidez geral} = \frac{\text{Ativo circulante} + \text{realizável a longo prazo}}{\text{Passivo circulante} + \text{exigível a longo prazo}} \quad (8)$$

O resultado obtido pela análise deste indicador representa o quanto existe de direitos e bens no ativo circulante e no realizável a longo prazo para cada \$ 1 de dívida (ASSAF NETO, 2020). Ribeiro (2017) complementa que a interpretação desse índice deve ser voltada para examinar se a empresa possui solidez financeira suficiente para cobrir os compromissos com terceiros, de longo e curto prazo.

A liquidez geral é utilizada também como uma medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos seus compromissos (ASSAF NETO, 2020).

2.3.3 Indicadores de Endividamento

Silva (2017, p. 149) explica que os indicadores de endividamento estão relacionados à "composição dos capitais próprios e de terceiros" e medem os níveis de imobilização de recursos, buscando identificar diversas relações na estrutura da dívida da empresa. Esses indicadores estão ligados às decisões de financiamento e investimento, mostrando como a empresa está seguindo as decisões financeiras adotadas por seus gestores em relação à obtenção e aplicação de recursos (SILVA, 2017).

Para Bruni (2014, p. 141), esse é um dos aspectos mais importantes a serem observados na análise das demonstrações da empresa, pois "uma análise da estrutura de capital ou da forma como a empresa escolheu se financiar precisa considerar as perdas compensatórias associadas às dívidas".

Martins, Diniz e Miranda (2020) afirmam que não se pode dizer que um índice de endividamento alto seja bom ou ruim sem que se analise aspectos como a qualidade da dívida, o prazo de vencimento, taxa de juros, entre outros. Um endividamento com terceiros a longo prazo e baixo custo pode ser benéfico em termos de rentabilidade. No entanto, o mesmo endividamento com custo elevado pode levar a empresa a uma situação difícil, afetando até mesmo sua rentabilidade (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020). Com base nos autores mencionados, esta pesquisa utilizará

os seguintes indicadores: i) Participação no capital de terceiros e ii) Composição do endividamento.

2.3.3.1 Participação do capital de terceiros

Segundo Silva (2017) operar com capitais de terceiros pode ser vantajoso para a empresa, desde que os custos da captação desses recursos sejam inferiores a renda que o negócio trará. “Por outro lado, do ponto de vista financeiro pode ser preocupante, porque revela uma menor liberdade de decisões financeiras da empresa ou uma maior dependência para com terceiros” (SILVA, 2017, p. 150). A Equação 9 apresenta a forma de cálculo deste índice, seguindo o modelo proposto por Martins, Diniz e Miranda (2020).

$$\text{Particip. do cap. de terceiros} = \frac{\text{capital de terceiros (PC + ELP)}}{\text{patrimônio líquido}} \quad (9)$$

De acordo com Pérez Júnior e Begalli (2015, p. 316), este indicador mensura o quanto a empresa captou de terceiros para cada \$ 1 de capital próprio, e que saber se o índice é bom ou ruim “[...] depende do custo de captação dos recursos e do retorno obtido na aplicação dos mesmos”.

2.3.3.2 Composição do endividamento

Por meio do índice de composição do endividamento, é “possível mensurar o volume de dívidas da empresa com vencimento no curto prazo em relação à dívida total” (SILVA, 2017, p. 151). Na visão financeira, a entidade frequentemente busca recursos a longo prazo para financiar o ativo circulante e recursos de longo prazo para financiar o ativo não circulante. Não é regra fixa, porém uma empresa que possui níveis mais elevados de dívidas a longo prazo, quando surpreendida por um evento desfavorável, poderá ter menos sacrifícios financeiros a fazer ao gerar recursos para liquidar seus compromissos do que uma empresa que possua a maior parte de seu endividamento a curto prazo (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020). A Equação 10 expõe a fórmula de cálculo deste indicador, conforme Martins, Diniz e Miranda (2020).

$$\text{Composição do endividamento} = \frac{\textit{passivo circulante}}{\textit{capital de terceiros (PC + ELP)}} \quad (\text{Equação 10})$$

Segundo Bruni (2014), a interpretação deste índice é feita de forma que quanto mais elevado for o valor obtido neste índice, maiores serão os compromissos da empresa concentrados no curto prazo.

2.4 Estudos anteriores

Sendo o setor aéreo sensível a fatores externos, como crises e desastres, Santos *et al.* (2008) investigaram o impacto do atentado ao World Trade Center, ocorrido em 11 de setembro de 2001, no comportamento do retorno das ações de 11 empresas do setor aéreo americano. O estudo demonstrou uma redução no retorno das ações, devido a fatores como a reação negativa do mercado diante de informações que prejudiquem o fluxo de caixa das empresas e o fato de que a maioria das empresas do setor aéreo não divulgava resultados satisfatórios em suas demonstrações financeiras.

Com base em estudos que mostraram que a regulação de um setor afeta diversos determinantes relacionados às empresas, Barbosa Neto, Dias e Mário (2010) verificaram se a criação da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) impactou os preços das ações das empresas do setor aéreo no Brasil durante o período de 2003 a 2007. Utilizando a análise estatística de intervenção, os autores examinaram a relação entre o preço médio da ação e o surgimento da ANAC nesse período. Eles constataram que a regulação afetou o preço das ações, especialmente nas empresas Tam e S.A Viação Rio-grandense. No entanto, não se pode inferir que o preço da ação das empresas Gol e Varig tenha sofrido algum impacto decorrente da regulação.

Gallon *et al.* (2012) investigaram os impactos da adoção dos novos critérios para a divulgação e contabilização do arrendamento mercantil (leasing) nos índices econômico-financeiros de companhias aéreas listadas na BM&Bovespa (atual B3). Os resultados mostraram que, após a adoção das novas normas, houve uma variação negativa nos índices que utilizam métricas e informações do passivo e uma variação positiva nos índices de rentabilidade. Isso demonstra que o modelo utilizado antes da mudança da norma, por não estar alinhado com o padrão internacional, poderia estar levando os investidores a cometerem erros de interpretação.

Oliveira, Siqueira e Machado (2016) analisaram o impacto financeiro e econômico causado pela crise aérea em 2006, refletido nas demonstrações financeiras das empresas aéreas. As empresas foco do estudo foram a TAM e a GOL, justificadas por terem a maior participação no setor nacional no período analisado, de 2001 a 2011. Neste estudo, por meio da utilização de indicadores econômicos, os autores observaram que a empresa que se destacou mais em participação de mercado foi a GOL e que a crise teve impactos nos resultados das empresas. No entanto, houve uma rápida recuperação devido aos resultados positivos nos anos posteriores à crise.

Lopes e Beuren (2017) examinaram o comportamento dos custos e sua relação com a eficiência operacional das empresas aéreas brasileiras. Foi aplicada a modelagem estatística de Dados em Painel pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) em dados coletados do Anuário do Transporte Aéreo da ANAC no período de 2001 a 2013. Os resultados demonstraram que há assimetria no comportamento dos custos e que o número de empregados e aeronaves teve um efeito não proporcional ao comportamento dos custos das empresas.

Albuquerque (2020) examinou como os fatores externos influenciaram as operações estratégicas na gestão econômica das empresas aéreas diante das modificações ocorridas no setor ao longo de vinte anos (2000-2020). Foram abordados fatores como regulamentações do setor, guerras, situação econômica do país, epidemias, pandemias, entre outros. O estudo concluiu que o setor aéreo é bastante sensível a fatores externos e que é importante que as tomadas de decisão gerenciais sejam adequadas para cada cenário ao qual as empresas estejam expostas, a fim de preservar sua continuidade.

Em meio à pandemia de Covid-19, Sousa (2020) analisou o desempenho financeiro das empresas aéreas brasileiras com ações na B3, especificamente as empresas Azul S.A e GOL. A análise abrangeu o período de 2019 a 2020, e com base nos dados fornecidos pelas empresas em suas demonstrações contábeis, foram mensurados os indicadores econômico-financeiros dessas companhias. Os resultados mostraram que as empresas analisadas já apresentavam um desempenho abaixo do esperado e que a situação se agravou com a chegada da pandemia de COVID-19 no primeiro trimestre de 2020.

Com a publicação da IFRS 16, que trata da padronização dos arrendamentos, em vigor desde o início de 2019, Lepchak *et al.* (2022) investigaram

os impactos causados por essa norma nos índices econômico-financeiros das empresas aéreas ao redor do mundo. Foi realizada uma análise de regressão com dados de 152 empresas localizadas em 43 países. Os autores identificaram que a adoção da IFRS 16 trouxe impactos significativos nos indicadores de alavancagem financeira, liquidez corrente e fluxo de caixa operacional. Além disso, constatou-se efeitos nas métricas de lucro por ação, retorno sobre capital empregado (ROCE), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e no resultado.

Soares *et al.* (2021) analisaram os efeitos da aplicação de modelos de previsão de insolvência nas principais companhias aéreas brasileiras no período de 2014 a 2018. Com base em modelos de previsão de falência descritos na literatura, os autores demonstraram que as empresas da amostra apresentaram situação de insolvência em pelo menos um período entre os anos analisados, fornecendo indícios de possíveis dificuldades para a continuidade dos negócios dessas empresas. Os autores concluíram que as empresas deveriam rever suas políticas de gastos, a fim de melhorar seu desempenho operacional.

3 METODOLOGIA

Este tópico do trabalho destina-se aos aspectos metodológicos que serão utilizados, no que se refere a tipologia de pesquisa, plano amostral e coleta de dados e as técnicas que serão utilizadas para a análise.

3.1 Tipologia da pesquisa

Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e com abordagem qualitativa. Para atingir os objetivos propostos para esta pesquisa, será utilizada a pesquisa descritiva de fontes secundárias, que segundo Gil (2019) tem o objetivo de descrever as características de determinada população, fenômeno ou o estabelecimento de relação entre variáveis.

No que se refere aos métodos empregados na obtenção de dados e análise, a pesquisa classifica-se como documental, pois Gil (2022, p. 44) explica que a pesquisa documental “vale-se de toda sorte de documentos, elaborados com finalidades diversas, tais como assentamento, autorização, comunicação etc.”

O estudo caracteriza-se como qualitativo, pois, segundo Marconi e Lakatos (2022), desenvolve-se com a análise de informações selecionadas e analisadas, e utiliza-se dados descritivos de forma complexa e contextualizada, embasados em leituras e reflexões de obras que tratam de teorias e conhecimentos existentes e relacionados ao objeto alvo do estudo.

3.2 Plano amostral e coleta de dados

A população da pesquisa é composta pelas empresas aéreas com ações negociadas na B3, no período que compreende os anos entre 2017 e 2021. Importante mencionar que o ano de 2019 é o ano que antecede ao período de pandemia da COVID-19 e as restrições de circulação que foram utilizadas para sua contenção. Já os dados de 2021 consideram o afrouxamento das medidas restritivas e assim trazem informações que podem demonstrar a reação do setor de serviços aéreos.

Em relação aos procedimentos que foram utilizados para a obtenção de dados, estes foram coletados de forma secundária. As informações necessárias para o cálculo dos indicadores foram obtidas por meio da base de dados da Economática®.

Já as informações das demonstrações contábeis, com enfoque nas notas explicativas, foram obtidas no website da B3 ou no próprio website da empresa. A amostra da pesquisa é composta pelas companhias: GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A e Azul S.A.

3.3 Variáveis da pesquisa: indicadores

Com base nos dados obtidos das empresas GOL e Azul, foram desenvolvidos os cálculos dos indicadores econômico-financeiros conforme citados na Revisão de literatura deste estudo e interpretados seus resultados para que seja investigada a problemática desta pesquisa e consequentemente respondida. O Quadro 2 apresenta a síntese dos indicadores que foram utilizados nesta pesquisa, sua fórmula de cálculo, fonte de coleta e referências.

Quadro 2 - Síntese dos indicadores utilizados

Indicadores		Operacionalização	Fonte de coleta	Referência
Indicadores de Rentabilidade	Giro do ativo	Razão entre Receitas Líquidas e o ativo total médio	Economática®	Marion (2019) Martins, Diniz e Miranda (2020)
	Retorno sobre o investimento	Razão entre o Lucro líquido e o Ativo	Economática®	Pérez Júnior e Begalli (2015) Iudícibus (2017)
	Retorno sobre o Patrimônio líquido	Razão entre o Lucro líquido e o patrimônio líquido	Economática®	Marion (2019) Assaf Neto (2020)
	Margem EBITDA	Razão entre o EBITDA e a receita líquida de vendas	Economática®	Pérez Junior e Begalli (2015) Bruni (2014)
Indicadores de Liquidez	Liquidez Corrente	Razão entre o ativo circulante e o passivo circulante	Economática®	Marion (2019) Assaf Neto (2020) Bruni (2014)
	Liquidez Seca	Razão entre o ativo circulante, diminuído dos estoques, e o passivo circulante	Economática®	Iudícibus (2017) Martins, Diniz e Miranda (2020) Ribeiro (2017)
	Liquidez imediata	Razão entre o caixa e equivalentes com o passivo circulante	Economática®	Marion (2019) Martins, Diniz e Miranda (2020) Borinelli e Pimentel (2017)
	Liquidez Geral	Razão entre a soma do ativo circulante com o realizável a longo prazo e a soma do passivo	Economática®	Assaf Neto (2020) Bruni (2014) Silva (2017)

		circulante e exigível a longo prazo		
Indicadores de Endividamento	Participação de capital de terceiros	Razão entre o capital de terceiros e o patrimônio líquido	Economática®	Silva (2017) Júnior e Begalli (2015)
	Composição do endividamento	Razão entre o passivo circulante e o capital de terceiros	Economática®	Silva (2017) Martins, Diniz e Miranda (2020)

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Destaca-se que o ativo total médio, empregado no cálculo da variável Giro do ativo, representa a média do ativo utilizada no ano e é encontrada somando o Ativo Inicial com o Ativo final e dividindo o resultado por 2.

3.4 Técnicas de análise

Para alcançar os objetivos desta pesquisa, que consistem em analisar os impactos causados pela Covid-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias do setor aéreo brasileiro listadas na B3, foram utilizadas técnicas de análise descritiva, com o objetivo de identificar o comportamento e a disposição das variáveis.

Segundo Fávero e Belfiore (2017), a análise descritiva consiste em descrever e sintetizar as principais características de um conjunto de dados por meio de tabelas, gráficos e medidas-resumo, de modo a facilitar a compreensão do pesquisador sobre o comportamento dos dados. Marconi e Lakatos (2021) complementam que a análise descritiva utiliza várias técnicas, incluindo o estudo de descrição da população, que se baseia em descrever de forma precisa certas características descritivas de uma população, organizações e outras coletividades específicas, sendo este um dos métodos que serão utilizados neste trabalho científico.

Ressaltando a importância de utilizar informações que complementem a análise, esclarecendo fatos que originaram mudanças nos resultados das companhias alvo deste estudo, esta pesquisa utiliza a técnica de análise de conteúdo por meio das Notas Explicativas das demonstrações contábeis. Vergara (2015) considera a análise de conteúdo uma técnica de tratamento de dados, que tem como objetivo identificar o que está sendo dito sobre um certo tema. Para Lakatos (2021), essa técnica consiste em analisar o conteúdo contido em algum meio de comunicação, levando a resultados

quantitativos, tendo como uma de suas características atuais o desenvolvimento de técnicas quantitativas que permitem maior precisão na análise.

Para esta pesquisa, a análise de conteúdo foi utilizada com base na perspectiva de Bardin (2011), que descreve a realização de três fases: 1) pré-análise, na qual é realizada a organização e sistematização dos documentos de análise; 2) exploração do documento, na qual são analisadas as características das informações e sua categorização; e 3) tratamento e interpretação dos resultados, com o objetivo de identificar fatos ou eventos que possam ter impactado os resultados das empresas do setor aéreo da amostra.

4 RESULTADOS

Com base na análise das demonstrações contábeis das empresas Gol e Azul, no período compreendido entre os anos de 2017 a 2021 e utilizando as ferramentas descritas no tópico anterior, nesta seção, estão reunidos todos os dados coletados e suas devidas interpretações.

4.1 Indicadores de Rentabilidade

Levando em conta as informações contidas nas demonstrações, foram aplicados os cálculos dos quocientes de rentabilidade, demonstrando o potencial de retorno das duas empresas analisadas, Azul e Gol.

4.1.1 Giro do ativo

A Tabela 1 apresenta os resultados do índice de giro do ativo das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 1 - Índice de giro do ativo

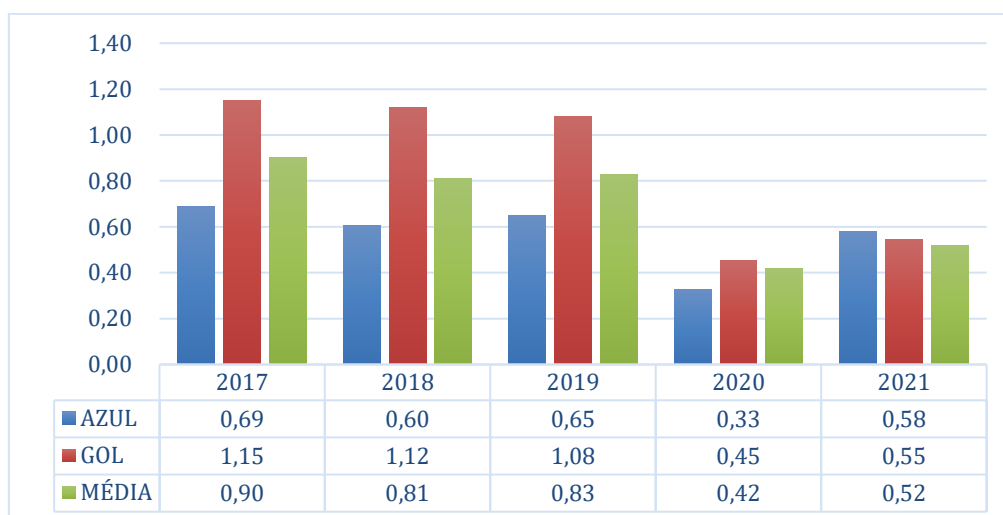
GIRO DO ATIVO = RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA / ATIVO TOTAL MÉDIO					
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Receita Operacional	7.704.831	9.057.064	11.442.317	5.744.126	9.975.729
Ativo Total Médio	11.158.763	15.005.757	17.645.944	17.495.974	17.163.965
Índice de giro do ativo	0,69	0,60	0,65	0,33	0,58
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Receita Operacional	11.411.354	10.576.022	13.864.704	6.371.817	7.433.384
Ativo Total Médio	10.191.507	9.204.552	12.838.356	14.056.291	13.608.240
Índice de giro do ativo	1,12	1,15	1,08	0,45	0,55
Média	0,90	0,81	0,83	0,42	0,52

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização dos dados obtidos, são apresentados no Gráfico 1 os resultados da análise do índice de giro do ativo no período de 2017-2021.

Gráfico 1 - Índice de giro do ativo



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base nos resultados expostos na tabela e gráfico 1, pode-se observar que os maiores índices de giro do ativo das empresas analisadas (Gol e Azul) foram registrados no período que antecede a crise da pandemia de Covid-19, compreendido entre 2017 a 2019. Destaque para o ano de 2017, onde as companhias aéreas Azul e Gol obtiveram os melhores índices de giro do ativo (0,69 e 1,15, respectivamente), com a Gol obtendo um índice acima da média da análise. Nos anos posteriores, nota-se uma redução dos índices, com maior declínio em 2020, com a redução da receita operacional das empresas ocasionada pelas medidas restritivas em combate a Covid-19.

Em 2020, os índices da Azul e Gol foram de 0,33 e 0,45, respectivamente, salientando que suas receitas foram cerca de 50% menores em relação ao ano de 2019. Em 2021, houve uma melhora dos índices em relação ao ano anterior, mostrando uma recuperação da geração de receita operacional das empresas influenciada pelo afrouxamento das medidas sanitárias. Destaca-se a companhia Azul, que apresentou uma receita próxima aos valores pré-pandemia, assim como seu índice de giro do ativo (0,58), apresentou valor superior à média no ano de 2021.

Os resultados encontrados são similares a outros trabalhos que analisaram a mesma temática, como o de Silva (2022), porém com o diferencial de que enquanto a pesquisa de Silva (2022) utilizou o ativo total, esta pesquisa utiliza a variável ativo total médio, que, segundo Marion (2019), geram resultados mais precisos, pois apresenta dados relacionados a média de ativos utilizados no ano, e não só ao valor apresentado ao final do período.

A empresa Azul em todo o período analisado e a Gol no período de 2020 e 2021 não apresentaram boa performance em geração de receitas com a utilização do ativo, com índices abaixo de 1. Importante mencionar que os resultados obtidos pela empresa Gol de 2017 a 2019 estão dentro do padrão idealizado por este indicador, que seria acima de 1, o que, segundo Assaf Neto (2020), representa o quanto de vezes o ativo girou, ou seja, foi utilizado como forma de gerar receita.

4.1.2 Retorno sobre o Investimento (ROI)

Após coletar as informações contábeis que correspondem aos períodos analisados, foi calculado o índice de Retorno sobre o Investimento (ROI) das companhias aéreas Gol e Azul, conforme é demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2 - Índice de Retorno do Investimento (ROI)

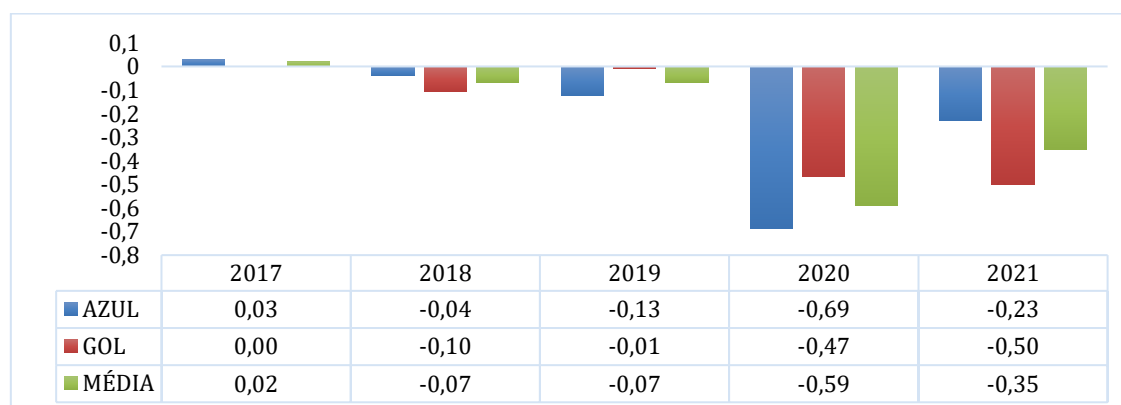
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado líquido	424.513	-635.731	-2.403.086	-10.834.709	-4.213.208
Ativo Total	13.917.116	16.094.398	19.197.490	15.794.457	18.533.473
Índice ROI	0,03	-0,04	-0,13	-0,69	-0,23
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado líquido	19.184	-1.085.393	-117.273	-5.988.128	-7.221.538
Ativo Total	10.004.748	10.378.266	15.298.446	12.814.136	14.402.343
Índice ROI	0,00	-0,10	-0,01	-0,47	-0,50
Média	0,02	-0,07	-0,07	-0,59	-0,35

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização dos dados obtidos, são apresentados no Gráfico 2 os resultados obtidos pela análise dos resultados do índice de Retorno sobre o Investimento.

Gráfico 2 - Índice de retorno do Investimento



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base nos resultados obtidos na Tabela e Gráfico 2, observa-se que apenas em 2017 as companhias obtiveram resultado líquido positivo (lucro), enquanto de 2018 a 2021 ambas apresentaram resultado líquido negativo (prejuízo) e como consequência o ROI também apresentou valor negativo neste período. A companhia Azul apresentou um índice de retorno do investimento de 0,03 em 2017 enquanto a Gol, o índice ROI foi aproximadamente nulo, em virtude de o lucro do exercício ser bastante inferior em relação aos ativos totais da empresa. De 2018 a 2021, ambas as empresas apresentaram anos consecutivos de prejuízos, de modo que o ROI apresentou valores negativos, com maior declínio em 2020 para a empresa Azul e em 2021 para a empresa Gol. Em 2021, a empresa Azul conseguiu diminuir seu prejuízo em 61,11%, enquanto a Gol teve um aumento de 20% com relação ao ano de 2020.

Considerando que o ROI representa o ganho representado sob a forma de lucro líquido relativos ao total de investimentos ou ativos totais da operação, e que este índice representa a performance da administração dos ativos pela empresa (BRUNI, 2014; MARION, 2019), as duas companhias não apresentaram resultados satisfatórios, apresentando resultados negativos na maior parte do período analisado.

4.1.3 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)

A Tabela 3 apresenta o índice de Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) das companhias aéreas Gol e Azul no período de 2017 - 2021.

Tabela 3 - Índice de Retorno do Patrimônio Líquido - ROE

Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado líquido	424.513	-(635.731)	-(2.403.086)	-(10.834.709)	-(4.213.208)
Patrimônio líquido	-(390.971)	-(1.150.038)	-(3.519.174)	-(14.148.750)	-(18.333.003)
Índice ROE	- 1,08	-	-	-	-
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Resultado líquido	19.184	-(1.085.393)	-(117.273)	-(5.988.128)	-(7.221.538)
Patrimônio líquido	-(3.480.959)	-(4.985.412)	-(7.676.671)	-(14.407.092)	-(21.053.678)
Índice ROE	- 0,01	-	-	-	-
Média	- 0,55	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Observando os dados da Tabela 3, verifica-se que o resultado líquido das companhias Azul e Gol no período analisado somente foi positivo em 2017, e o Patrimônio líquido de ambas foi negativo em todo o período, caracterizando um passivo a descoberto (quando o valor total de passivos da empresa supera o valor total de ativos). Em 2017, o índice de retorno do patrimônio líquido da Azul foi de (-1,08), pois mesmo que tenha auferido lucro, seu patrimônio líquido apresentou valor negativo. A Gol obteve um valor quase nulo, já que apesar de ter apresentado lucro em 2017, seu patrimônio líquido negativo impactou significativamente o valor deste índice. No período de 2018 a 2021, houve uma piora nos resultados das empresas analisadas, com sucessíveis prejuízos acumulados e aumento das dívidas, com a Azul apresentando seu maior prejuízo líquido no exercício de 2020, e a Gol divulgando o seu pior resultado em 2021.

O índice de Retorno sobre o patrimônio líquido, apesar de ser um importante medidor de rentabilidade quanto ao retorno do capital investido pelos sócios, não é recomendado para analisar empresas que possuem uma ou as duas variáveis analisadas negativas (Resultado Líquido e Patrimônio Líquido), pois inviabiliza a correta análise, sendo fonte de viés na amostragem de estudos corporativos. Quando as duas variáveis são negativas, produzem um falso ROE positivo, que induzem ao usuário das informações ao erro (ABRAHÃO, 2015; ASSAF NETO, 2020).

4.1.4 Margem EBITDA

A Tabela 4 apresenta os resultados do índice de margem EBITDA das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 4 - Índice de Margem EBITDA

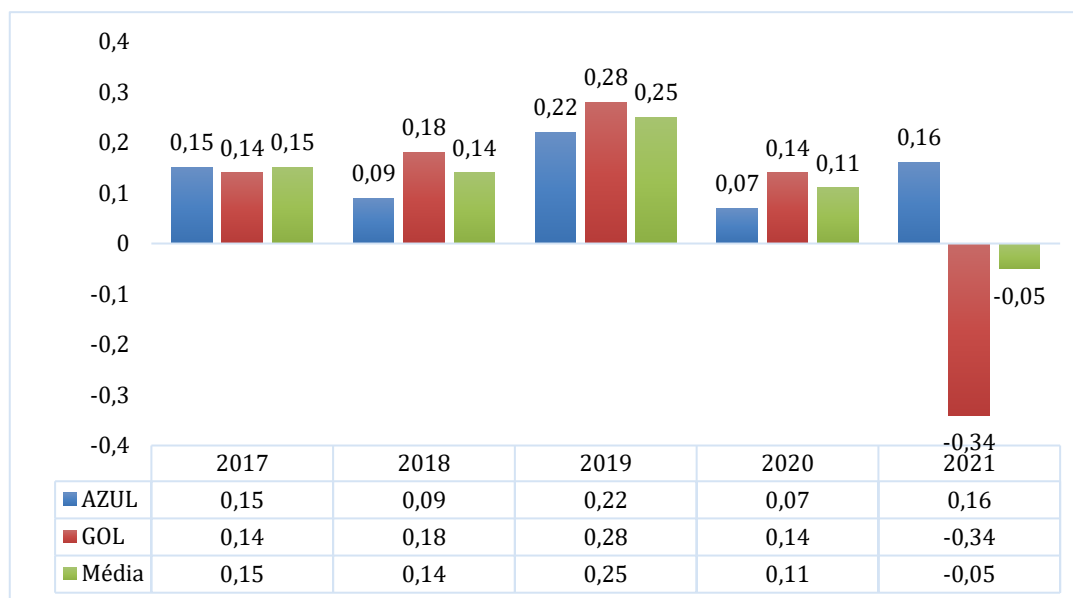
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	1.164.814	850.350	2.475.484	406.472	1.599.128
Receita Operacional	7.704.831	9.057.064	11.442.317	5.744.126	9.975.729
Índice de Margem EBITDA	0,15	0,09	0,22	0,07	0,16
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA	1.495.180	2.068.478	3.860.721	918.708	-2.498.782
Receita Operacional	10.576.022	11.411.354	13.864.704	6.371.817	7.433.384
Índice de Margem EBITDA	0,14	0,18	0,28	0,14	-0,34
Média	0,15	0,14	0,25	0,11	-0,05

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização, são apresentados no Gráfico 3 os resultados obtidos pela análise dos resultados do índice de Margem EBITDA no período de análise.

Gráfico 3 - Índice de Margem EBITDA



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Diante do exposto na Tabela 4 e no Gráfico 3, observa-se que em 2017, a margem EBITDA foi aproximadamente a mesma para as empresas Azul e Gol, com taxas de 0,15 e 0,14, respectivamente. Em 2018, a Azul teve uma piora considerável em seu índice, reduzindo para 0,09, enquanto a Gol apresentou um aumento na sua margem de 35% em relação ao ano de 2017. Em 2019, as duas empresas obtiveram seus maiores índices no período analisado, com a Azul e a Gol apresentando 0,22 e 0,28 de margem EBITDA respectivamente, alavancados pelo maior volume em sua receita operacional.

Em 2020, a Azul apresentou seu pior resultado no período analisado com 0,07 de margem EBITDA, devido ao fato da diminuição da sua receita e consequentemente do EBITDA. No mesmo ano, a empresa Gol apresentou uma piora em seu índice, passando de 0,28 para 0,14. Em 2021, enquanto a empresa Azul apresentou sinais de recuperação de sua receita, com um aumento de 73,67% e margem EBITDA com um aumento de 56% em relação a 2020, a Gol apresentou um índice de -0,34, pois apesar de sua receita ter aumentado 16,67% em relação a 2020,

o EBITDA foi negativo, demonstrando que o resultado operacional antes das despesas com depreciação, juros e impostos foi negativa.

Esta variável não costuma ser analisada por outras pesquisas acadêmicas, porém o seu resultado é de grande relevância, sendo um índice que mais se aproxima do valor de caixa operacional gerado no período, facilitando a compreensão dos usuários interessados nas análises, principalmente os que estão relacionados à gestão da empresa (FREZATTI; AGUIAR, 2007). Pérez Junior e Begalli (2015) explicam ainda que a análise deste quociente representa a capacidade da empresa em pagar o custo de recursos onerosos como empréstimos e financiamentos, sendo um índice de resultado de “o quanto maior, melhor” para a empresa.

4.2 Indicadores de Liquidez

Com base nos autores citados no Referencial teórico, foram calculados os indicadores de Liquidez, utilizando as informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas analisadas.

4.2.1 Liquidez Corrente

A Tabela 5 apresenta o índice de Liquidez corrente das companhias aéreas Gol e Azul no período de análise.

Tabela 5 – Índice de Liquidez corrente

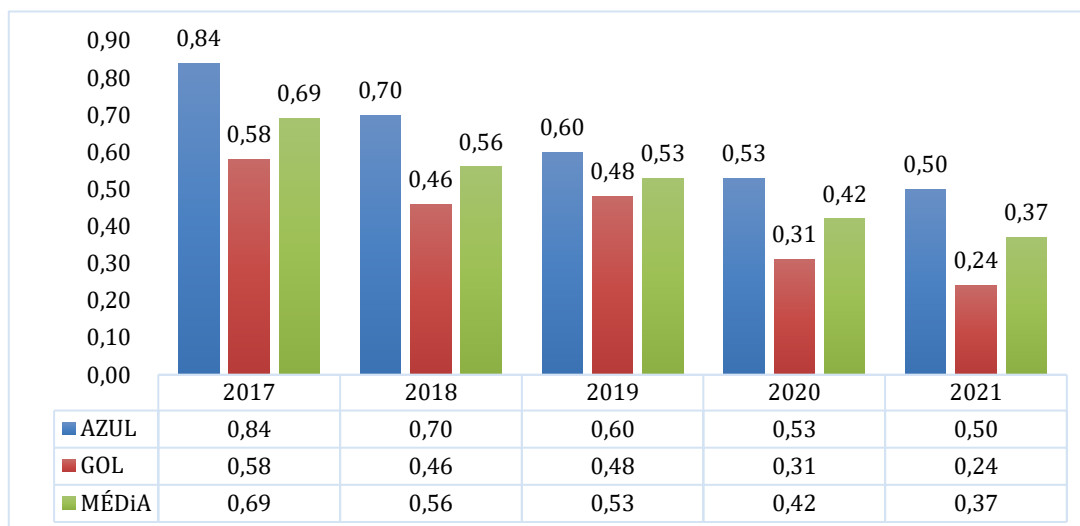
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.464.675	3.690.194	4.138.731	5.417.423	5.846.336
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	11.710.253
Índice de Liquidez corrente	0,84	0,70	0,60	0,53	0,50
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.344.998	3.310.835	4.927.377	3.245.351	2.688.041
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Índice de Liquidez corrente	0,58	0,46	0,48	0,31	0,24
Média	0,69	0,56	0,53	0,42	0,37

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização, são apresentados no Gráfico 4 os resultados obtidos pela análise dos resultados do índice de Liquidez corrente.

Gráfico 4 - Índice de Liquidez Corrente



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base nas informações apresentadas na Tabela 5 e Gráfico 4, observa-se que no período analisado o índice de liquidez corrente das duas empresas analisadas, Azul e Gol, tiveram seu pico no ano de 2017, com índices de 0,84 e 0,58 respectivamente. Em 2018 e 2019, ambas empresas apresentaram índices menores em relação a 2017, com a Azul obtendo 0,70 e 0,60 respectivamente, enquanto a empresa Gol apresentou índice de liquidez corrente de 0,46 em 2018 e uma pequena melhora em 2019 (0,48). Já em 2020, os índices das duas empresas continuaram em queda, com Azul e Gol apresentando 0,53 e 0,31, respectivamente. No ano de 2021, foram registrados os menores índices do período para as duas empresas, onde a Azul apresentou 0,50 e a Gol 0,24.

Os resultados da análise deste indicador são similares aos resultados encontrados por Silva (2022), confirmando o padrão dos resultados. Segundo Martins Diniz e Miranda (2020), este índice mostra o quanto a empresa possui de recursos a curto prazo para cada real de dívidas de curto prazo, de modo que o resultado ideal deste indicador seria acima de 1.

Porém, no período analisado, nenhuma das empresas da amostra obteve índice acima de 1, mostrando que, segundo o resultado deste indicador, não há compatibilidade entre o que se espera obter no curto prazo frente ao que se espera pagar a curto prazo, sinalizando que as empresas não possuíam recursos suficientes para sanar suas dívidas de curto prazo. Corroborando a isto, Iahn (2012), analisando o período de 2009-2011, assevera que devido as empresas aéreas possuírem mais

passivos circulantes do que ativos circulantes, este índice tenderia a ser menor do que 1, implicando na incapacidade de liquidação das dívidas de curto prazo.

4.2.2 Liquidez Seca

A Tabela 6 apresenta os resultados do índice de liquidez seca das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 6 – Índice de Liquidez seca

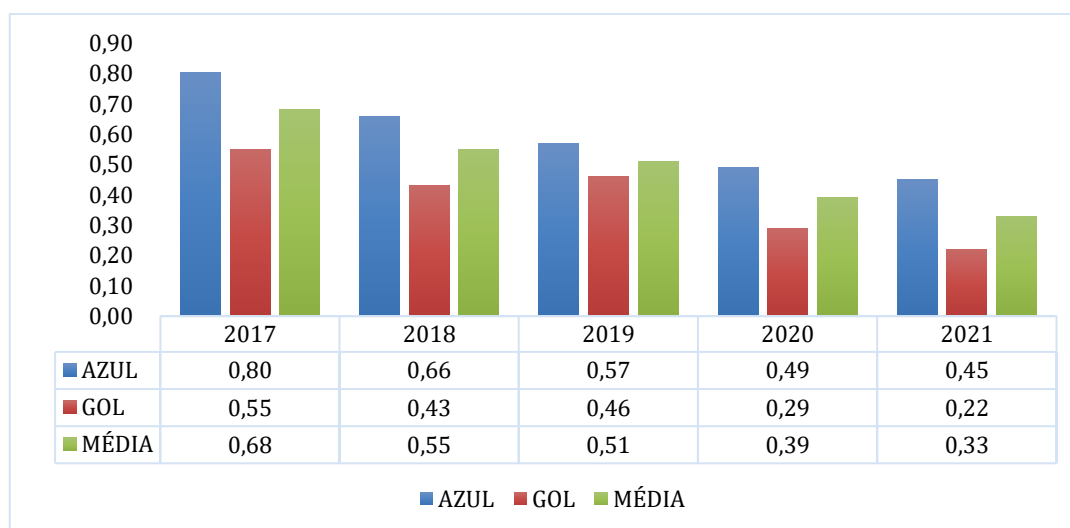
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.464.675	3.690.194	4.138.731	5.417.423	5.846.336
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	1.710.253
Estoques	150.393	200.145	260.865	402.587	571.924
Índice de Liquidez seca	0,80	0,66	0,57	0,49	0,45
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.344.998	3.310.835	4.927.377	3.245.351	2.688.041
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Estoques	178.491	180.141	199.213	195.638	269.585
Índice de Liquidez seca	0,55	0,43	0,46	0,29	0,22
Média	0,68	0,55	0,51	0,39	0,33

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Nota: valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização são apresentados no Gráfico 5 os resultados obtidos pela análise dos resultados do índice de Liquidez seca.

Gráfico 5 - Índice de Liquidez Seca



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

No período analisado, verifica-se que houve pouca variação deste índice em comparação ao analisado no tópico anterior (liquidez corrente), pois o valor dos estoques é reduzido nas companhias aéreas. A Azul, obteve seu pico de valor, quanto ao índice de liquidez seca, no ano de 2018 com 0,66, enquanto a Gol apresentou o maior valor em 2017, com 0,55. Os anos seguintes apresentaram reduções nos índices das duas empresas, onde o menor valor registrado para as companhias Azul e Gol no período analisado foi em 2021, de 0,45 e 0,22, respectivamente.

O resultado de 2019 e 2020, vai de encontro ao apresentado por Silva (2022) em sua análise, apesar da autora ter retirado além do estoque, a conta despesas antecipadas, os achados não apresentaram divergências consideráveis, em virtude desta conta contábil não possuir valores significativos nas empresas analisadas, de modo a impactar este indicador.

Assim como a variável liquidez corrente, esta variável evidencia a capacidade líquida financeira da empresa em cumprir os compromissos de curto prazo, porém com o diferencial da exclusão dos estoques, permitindo uma avaliação mais conservadora e menos incerta (IUDÍCIBUS, 2017; RIBEIRO, 2017). Levando em conta a análise de liquidez seca das empresas-alvo, pode-se inferir que houve uma leve piora em relação ao resultado do índice de liquidez corrente, sinalizando a mesma incapacidade de saldar suas dívidas de curto prazo utilizando com base nos recursos disponíveis no ativo circulante.

4.2.3 Liquidez Imediata

A Tabela 7 apresenta os resultados do índice de liquidez imediata das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 7 - Liquidez imediata

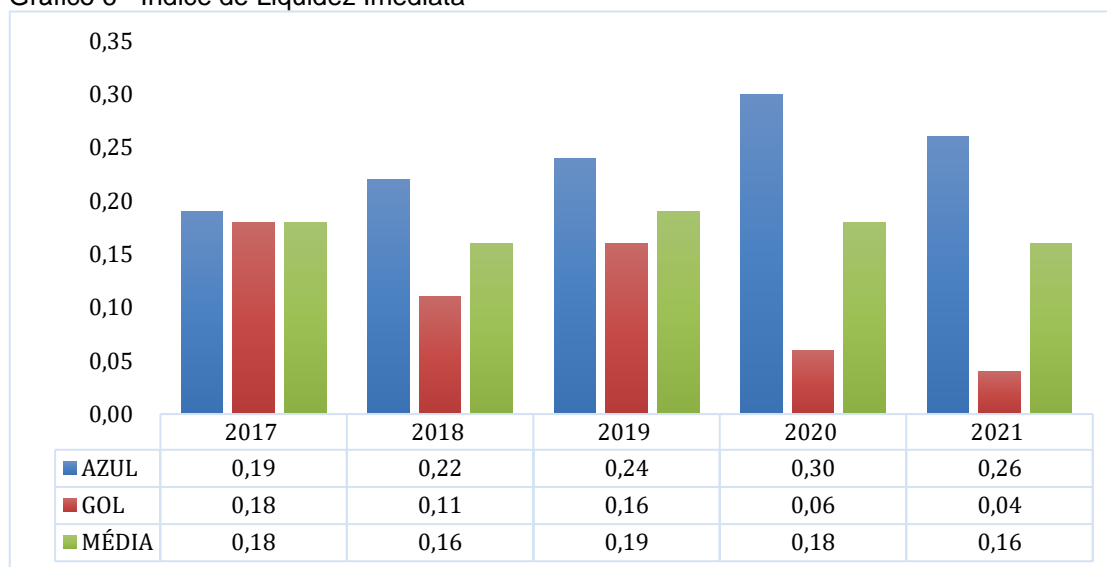
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Caixa e equivalentes de caixa	762.319	1.169.136	1.647.880	3.064.815	3.073.799
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	11.710.253
Índice de Liquidez corrente	0,19	0,22	0,24	0,30	0,26
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Caixa e equivalentes de caixa	1.026.862	826.187	1.645.425	662.830	486.258
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Índice de Liquidez corrente	0,18	0,11	0,16	0,06	0,04
Média	0,18	0,16	0,19	0,18	0,16

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Nota: valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização dos indicadores, são apresentados no Gráfico 6 os resultados obtidos pela análise dos índices de Liquidez imediata no período de análise.

Gráfico 6 - Índice de Liquidez Imediata



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base na análise da Tabela 7 e do Gráfico 6, é possível observar que em 2017 as duas empresas analisadas (Azul e Gol) apresentavam resultados semelhantes (0,19 e 0,18), e a partir de 2018 houve uma diferença maior, que se intensificou em 2021. O melhor resultado da empresa Azul foi em 2020, com 0,30 enquanto da empresa Gol foi em 2017, com 0,18. O ano de pior índice de liquidez imediata foi em 2017 para a Azul, com 0,19, e para a Gol ocorreu em 2021, com índice de 0,04. Vale destacar a diferença entre os índices apresentados em 2020, onde a Azul apresentou 0,30 e a Gol 0,06 (diferença de 0,24) e 2021, onde a Azul obteve 0,26 e a Gol 0,04 (diferença de 0,22).

Os resultados se aproximam aos apresentados por outros trabalhos científicos como o de Silva (2022) e Sousa (2020), demonstrando um padrão desta análise. Apesar de analisar um período passado, vale destacar o estudo de Iahn (2012) no qual encontrou valores acima de 1 na sua análise da empresa Gol no ano de 2010, realidade distante dos resultados obtidos no período de 2017 a 2021 desta pesquisa.

Visto que os dados obtidos por esta análise demonstram o quanto a empresa possui de disponibilidades para cada real de dívidas a curto prazo (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2020), observa-se que as empresas apresentam valores baixos em todo o período analisado, sugerindo uma menor capacidade para sanar compromissos de curtíssimo prazo, ou seja, que os valores disponíveis em caixa e equivalentes de caixa não são suficientes para honrar com suas obrigações financeiras de curtíssimo prazo.

Contudo, Borinelli e Pimentel (2017) relatam que este quociente é geralmente baixo pois ativos financeiros não possuem a mesma rentabilidade dos ativos operacionais, além de que este indicador analisa o quanto a empresa possui de caixas e equivalentes de caixa na data de análise, em relação ao total de dívidas que poderão ser exigidas em um período de até 12 meses, ou mais, a depender do ciclo operacional (MARTINS, 2018).

4.2.4 Liquidez Geral

Após coletar as informações contábeis que correspondem aos períodos analisados, foram calculados os índices de Liquidez Geral das companhias aéreas Gol e Azul, conforme é demonstrado na Tabela 8.

Tabela 8 - Liquidez Geral

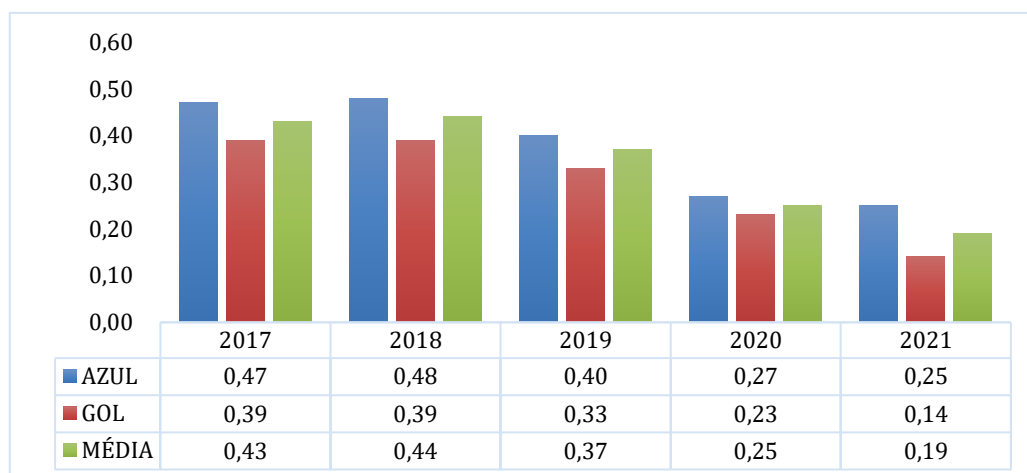
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.464.675	3.690.194	4.138.731	5.417.423	5.846.336
Realizável a LP	3.232.945	4.619.083	4.915.023	2.796.319	3.368.330
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	11.710.253
Exigível a LP	10.189.950	11.968.518	15.854.644	19.730.576	25.156.223
Índice de Liquidez Geral	0,47	0,48	0,40	0,27	0,25
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Ativo circulante	3.344.998	3.310.835	4.927.377	3.245.351	2.688.041
Realizável a LP	1.715.365	2.470.731	2.535.039	2.860.574	2.215.923
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Exigível a LP	7.323.649	7.683.061	12.041.263	16.182.979	24.374.227
Índice de Liquidez Geral	0,39	0,39	0,33	0,23	0,14
Média	0,69	0,56	0,53	0,42	0,37

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Nota: valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização, são apresentados no Gráfico 7 os resultados obtidos pela análise dos índices de Liquidez Geral.

Gráfico 7 - Índice de Liquidez Geral



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base nos resultados expostos na Tabela 8 e no Gráfico 7, no período analisado, as empresas da amostra obtiveram resultados similares durante quase todo o período, com indicadores mais elevados em 2017 e 2018 e valores inferiores em 2021. Em 2017 e 2018, a empresa azul manteve praticamente os mesmos índices (0,47 e 0,48, respectivamente), enquanto a empresa Gol apresentou o mesmo valor (0,39) nos dois anos. Em 2019, houve uma redução do índice de liquidez geral da empresa Azul (0,40), da mesma forma para a companhia Gol (0,33). Em 2020 e 2021, os índices da Azul e Gol regrediram consideravelmente, com uma maior redução em 2021, no qual obtiveram índices de 0,25 e 0,14, respectivamente.

Os valores encontrados convergem com os achados de Sousa (2020), no qual analisou os indicadores econômico-financeiro das empresas do setor aéreo no período de 2019-2020. Os achados também corroboram o trabalho de Iahn (2012), no qual verificou que os índices de liquidez geral foram inferiores a 1, no período de 2009-2011 das empresas do setor aéreo brasileiro.

Levando em conta que o resultado obtido pela análise deste indicador mostra o quanto existe de direitos e bens no ativo total, exceto imobilizado, para cada 1 Real de dívida total, demonstrando a solidez financeira das empresas para cobrir os compromissos com terceiros (ASSAF NETO, 2022; RIBEIRO, 2017), verifica-se que nenhuma das empresas apresentou ativos suficientes para cobrir o exigível por

terceiros, e grande parte do ativo destas empresas está localizada no ativo Imobilizado, valor este excluído do cálculo deste indicador.

4.3 Indicadores de Endividamento

Com base no exposto pelos autores referenciados, foram utilizadas as técnicas de análise nas informações contidas nas demonstrações financeiras das empresas analisadas, demonstrando a situação do endividamento por meio dos resultados obtidos.

4.3.1 Participação de capital de terceiros

A Tabela 9 apresenta os resultados do índice de participação de capital de terceiros das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 9 - Participação de capital de terceiros

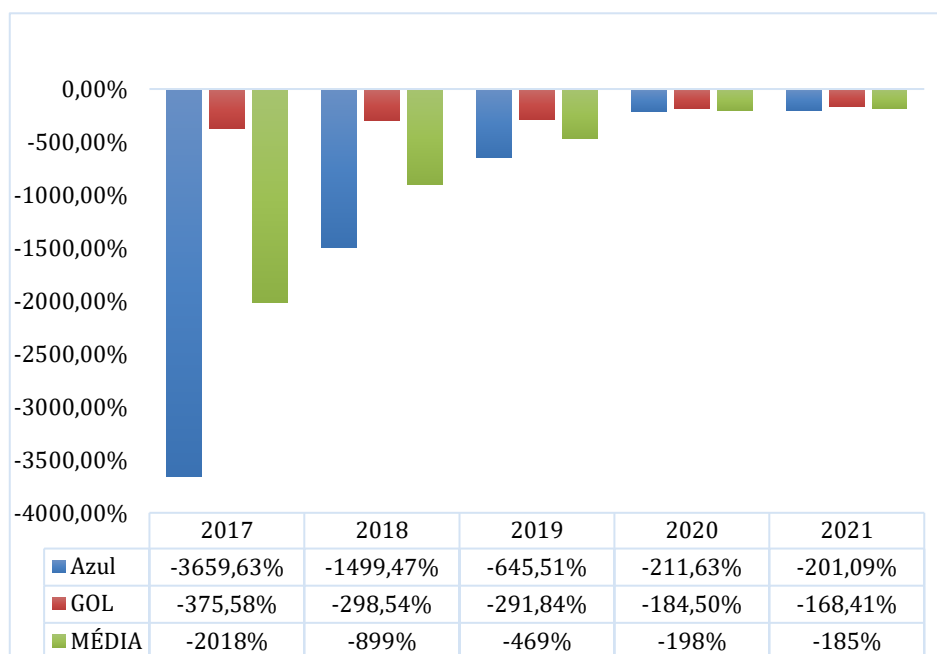
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	11.710.253
Exigível a LP	10.189.950	11.968.518	15.854.644	19.730.576	25.156.223
Patrimônio líquido	-(390.971)	-(1.150.038)	-(3.519.174)	-(14.148.750)	-(18.333.003)
Índice de Participação de capital de terceiros	-(3.659,63%)	-(1.499,47%)	-(645,51%)	-(211,63%)	-(201,09%)
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Exigível a LP	7.323.649	7.683.061	12.041.263	16.182.979	24.374.227
Patrimônio líquido	-(3.480.959)	-(4.985.412)	-(7.676.671)	-(14.407.092)	-(21.053.678)
Índice de Participação de capital de terceiros	-(375,58%)	-(298,54%)	-(291,84%)	-(184,50%)	-(168,41%)
Média	-(2018%)	-(899%)	-(469%)	-(198%)	-(185%)

Fonte: elaborado pelo autor (2023).

Nota: valores em milhares de reais

Para uma melhor visualização deste indicador, são apresentados no Gráfico 8 os índices de participação de capital de terceiros das empresas da amostra no período de análise.

Gráfico 8 - Participação de capital de terceiros



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

A partir dos resultados expostos, verifica-se que no período de análise, o índice de participação de capital de terceiros das empresas Azul e Gol foi negativo, devido ao fato do patrimônio líquido ter apresentado valores negativos, caracterizando um passivo a descoberto. Em 2017, as duas empresas demonstraram o pior índice do período, com a Azul apresentando -3.659,63% e a Gol apresentando -375,58%. Analisando o período, nota-se que este índice, se apresenta negativo em todo o período, impactado pela diminuição crescente do Patrimônio Líquido e aumentos consecutivos dos passivos em todo o período analisado. Uma resposta para esse aumento é o crescente endividamento das empresas e reclassificação dos passivos de arrendamento estabelecido pela IFRS - 16.

Os resultados encontrados convergem com os achados obtidos por Silva (2022) e Sousa (2020) em suas análises, onde também evidenciaram valores negativos no patrimônio líquido, o que ocasionou em um índice de participação de terceiros também negativo. Pérez Júnior e Begalli (2015) afirmam que este indicador mensura o quanto a empresa captou de terceiros para cada R\$ 1,00 de capital próprio,

porém no caso das empresas aéreas o resultado desta análise fica comprometido, devido ao fato do capital próprio possuir valores abaixo de zero.

4.3.2 Composição do endividamento

A Tabela 10 apresenta os resultados do índice de composição do endividamento das companhias aéreas Azul e Gol no período de análise.

Tabela 10 - Composição do Endividamento

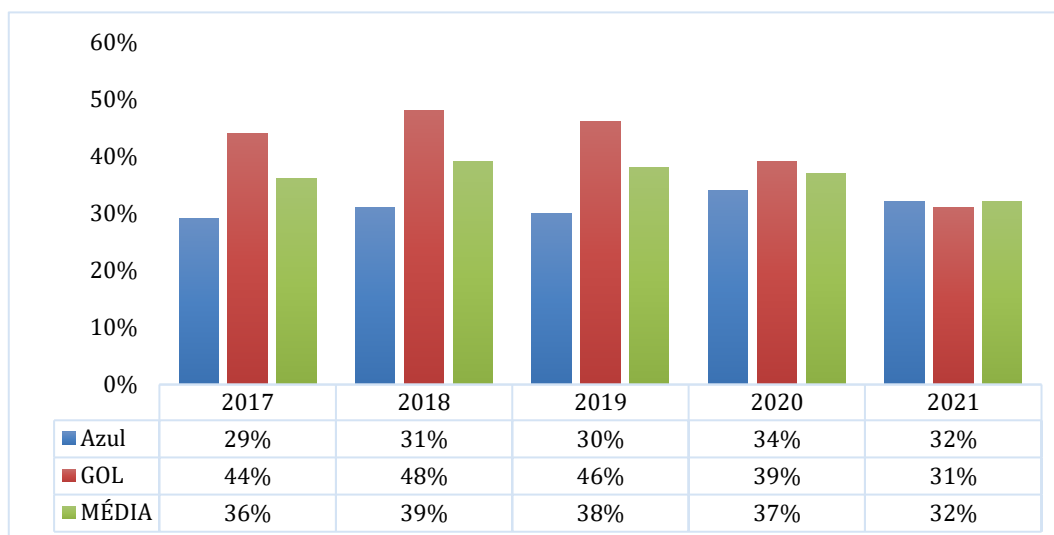
Azul Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Passivo circulante	4.118.137	5.275.918	6.862.020	10.212.631	11.710.253
Exigível a LP	10.189.950	11.968.518	15.854.644	19.730.576	25.156.223
Índice de composição do endividamento	29%	31%	30%	34%	32%
Gol Linhas Aéreas	2017	2018	2019	2020	2021
Passivo circulante	5.750.045	7.200.556	10.362.600	10.398.216	11.081.794
Exigível a LP	7.323.649	7.683.061	12.041.263	16.182.979	24.374.227
Índice de composição do endividamento	44%	48%	46%	39%	31%
Média	36%	39%	38%	37%	32%

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: Valores em milhares de reais.

Para uma melhor visualização deste indicador, são apresentados no gráfico 9 os índices de composição do endividamento das empresas da amostra no período de análise.

Gráfico 9 – Composição do endividamento



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Com base nas informações apresentadas na Tabela 10 e Gráfico 9, observa-se que, de 2017 a 2020, a empresa Gol possuía uma proporção de suas dívidas de curto prazo em relação ao endividamento geral maior que a companhia Azul. Porém, como foi observado no índice de participação do capital de terceiros, houve um aumento expressivo do exigível a longo prazo, fazendo com que, principalmente na empresa Gol, o indicador diminua, demonstrando ações nas empresas como estratégias de saldar as dívidas, postergar prazos, reclassificação de contas e medidas de amenizar o impacto da crise de COVID-19.

Os resultados se assemelham aos encontrados por Silva (2022) em relação aos anos de 2019 e 2020. Sousa (2020) em sua pesquisa demonstrou que nos primeiros trimestres dos anos de 2019 e 2020, as empresas Azul e Gol já apresentavam índices próximos, demonstrando que não houve grande mudança nas variáveis ao decorrer dos trimestres.

Silva (2017) afirma que com este índice é possível analisar a relação entre as dívidas de curto prazo e o endividamento total da entidade. No período analisado, as empresas Azul e Gol apresentaram um aumento contínuo das suas dívidas de longo prazo, indicando possivelmente uma estratégia adotada pela administração das empresas em reflexo aos cenários de crise.

Ressaltando a importância de uma complementação para que o entendimento seja mais amplo acerca dos dados analisados anteriormente, a próxima seção apresenta os principais eventos discorridos nas Notas Explicativas contidas nas demonstrações das empresas Azul e Gol, e que possam ter impactado nos resultados dos indicadores e suas variáveis.

4.4 Análise das Notas Explicativas

As notas explicativas têm como função divulgar as informações necessárias e complementares das demonstrações contábeis, com o intuito de auxiliar o usuário na compreensão dos resultados (HOLTZ; SANTOS, 2020). Levando em conta a importância das Notas Explicativas, esta seção trará informações que complementam e explicam, com base no que foi divulgado pelas empresas, os resultados das análises por indicadores.

4.4.1 Análise das Notas Explicativas da companhia Azul

O ano de 2017 foi considerado um ano de excelentes resultados para a companhia Azul. A administração adotou sua estratégia baseada em três pilares: i) substituição de aeronaves menores por maiores e de última geração; ii) fortalecimento do programa de fidelidade TudoAzul; e iii) expansão das receitas auxiliares, que a administração define como cobrança por excesso de bagagem, encargos administrativos e outras despesas para os passageiros relacionadas a viagens (AZUL, 2017).

Em relação à receita líquida e à rentabilidade, houve um crescimento de 16,8%, composto por aumentos de 15,7% na receita com transporte de passageiros e 23,9% em receitas auxiliares, em relação ao ano de 2016. Porém, houve aumentos nos custos dos serviços prestados e nas despesas comerciais e administrativas, destacando-se: o aumento nos custos com combustível de 18,5% ou R\$ 288 milhões em relação a 2016, e no preço do litro do combustível, que passou de uma média de R\$ 1,77 em 2016 para R\$ 1,97 em 2017; aumento de 18,7% nos salários e benefícios; e aumento de 1,8% no arrendamento mercantil de aeronaves. Em relação ao endividamento, a dívida bruta passou de R\$ 584 milhões em 2016 para R\$ 3,6 bilhões em 2017, associada em grande parte à dívida relacionada à emissão de Senior Notes em moeda estrangeira com vencimento em 7 anos (AZUL, 2017).

Em 2018, a empresa apresentou um aumento na sua receita líquida de 18,4% em relação a 2017, mencionado no relatório anual da Azul, devido à adoção de aeronaves de nova geração, que reduziram os custos operacionais. Porém, essa redução foi compensada pelo aumento do preço dos combustíveis em 30% em relação a 2017, pela perda de valor do real frente ao dólar e por eventos não recorrentes, como a despesa na venda de 6 E-jets no valor de R\$ 288 milhões, além de uma perda de receitas de R\$ 57 milhões devido à greve dos caminhoneiros, na qual as atividades ficaram paralisadas por 10 dias (AZUL, 2018).

Em relação ao endividamento, a empresa optou por contrair dívidas com menores valores de juros e de longo prazo para cobrir as dívidas mais caras e de maior exigibilidade. A composição da dívida não relacionada a aeronaves e cerca de 69,3% da dívida total, levando em conta as operações de Swap, era denominada em

reais, o que representa um menor custo em relação ao valor das dívidas em dólares (AZUL, 2018).

Vale destacar que, ao produzir as demonstrações de 2017 e 2018, a empresa não levou em conta a adoção da IFRS - 16, que trata sobre a mensuração, evidência e apresentação dos arrendamentos. No entanto, ela relata as áreas impactadas pela nova contabilização que passa a ser adotada a partir do exercício de 2019, como, por exemplo, o aumento do ativo imobilizado e o reconhecimento de despesas de depreciação e juros em vez de despesas de arrendamento operacional (AZUL, 2017). Segundo o estudo realizado por Lepchak *et al.* (2022), a adoção da IFRS 16 trouxe impactos significativos para os resultados das empresas aéreas em nível mundial. Com base nisso, esta pesquisa levou em conta os dados reapresentados em 2019 como forma de padronizar os resultados e possibilitar uma análise mais realista.

Em 2019, os principais fatos em relação aos índices de liquidez mostram que a empresa apresentou um aumento de 26,3% na receita líquida em relação ao período reapresentado de 2018. Essa receita passou de R\$ 9,1 bilhões em 2018 para R\$ 11,4 bilhões em 2019, devido sobretudo ao aumento de 25,8% na receita de transporte de passageiros e ao crescimento de 38,1% em cargas e outras receitas. Os custos aumentaram 23,32%, passando de R\$ 7,6 bilhões em 2018 para R\$ 9,4 bilhões em 2019. A empresa relatou os seguintes motivos para esse aumento: aumento de 16,7% nos custos com combustíveis; aumento de 32,2% nas despesas com salários e benefícios; depreciação e amortização aumentaram 23,9% devido à adição de novas aeronaves; e aumento na capitalização de manutenção pesada.

A adoção da IFRS 16 exigiu o reconhecimento dos passivos de arrendamento pelo valor presente dos pagamentos a serem efetuados no futuro. Com isso, houve um aumento na conta de passivo de arrendamento, impactando negativamente o patrimônio líquido, além da absorção dos prejuízos acumulados de 2018 impactados pelo mesmo motivo. A empresa salienta que não está sujeita a nenhuma necessidade de capital imposta externamente.

O ano de 2020 teve como destaque as medidas adotadas pela empresa para reduzir os impactos causados pela pandemia de COVID-19. Com uma queda na receita líquida de 49,4% em relação ao ano de 2019, a entidade adotou algumas medidas para minimizar os efeitos da pandemia. Para diminuir os custos, foram suspensas as contratações de novos tripulantes de março a agosto de 2020, houve

redução de salário dos membros do comitê executivo e dos diretores, além de acordos coletivos para a redução da jornada de trabalho de pilotos e comissários a partir de junho, os quais foram encerrados em dezembro de 2020 conforme ocorria a retomada das atividades. Para aumentar a liquidez e fortalecer o caixa, a empresa postergou os pagamentos de participação nos lucros relativos a 2019, negociou dívidas com fornecedores, suspendeu despesas com viagens a trabalho e fez negociações de acordo com arrendadores. Essas medidas resultaram em uma redução de R\$ 5.701.928 no período, que foram postergados para serem pagos por um valor ligeiramente superior após o ano de 2023 (AZUL, 2020).

Em 2021, a empresa registrou um aumento de 72,2% na receita líquida em relação a 2020, apresentando uma recuperação de 87,2% das receitas de 2019, período pré-pandemia. Em relação às despesas operacionais totais, a empresa registrou um aumento de 36,9% em relação a 2020 e 5,5% em relação a 2019, o que a empresa deve ao aumento de 27,9% nos preços do combustível e à desvalorização do real frente ao dólar de 36,8%.

Além disso, o endividamento da empresa aumentou 35% em relação a 2020, com a empresa relatando que o fato de o real ter se desvalorizado 7,4% em relação ao dólar, a entrada de novas aeronaves na frota e o capital adquirido por meio das emissões de dívidas de longo prazo impactaram significativamente esse aumento.

4.4.2 Análise das Notas Explicativas da companhia Gol

Em 2017, a empresa Gol apresentou, no início de seus relatórios, um fato relevante: um contrato de leniência com o Ministério Público Federal, no qual concordou em pagar multas de R\$ 12 milhões e em aperfeiçoar seu programa de compliance (sistema de combate à corrupção) após o recebimento de indagações das autoridades brasileiras sobre pagamentos a pessoas expostas politicamente. Esse fato foi confirmado pela investigação em abril de 2017 (GOL, 2017).

Em relação às receitas operacionais, houve um aumento de 5% em relação ao ano de 2016, passando de R\$ 9.592.056 em 2016 para R\$ 10.085.766 em 2017. Essas receitas foram constituídas principalmente por 90% de receitas de transporte de passageiros, 3% de transporte de carga e 7% de outras receitas advindas de taxas por não comparecimento de passageiros, remarcação e cancelamento de passagens. Os custos com os serviços prestados, despesas comerciais e administrativas

totalizaram R\$ 7.459.986, sendo compostos em sua maior parte por despesas com combustíveis (31,5%) e despesas com pessoal (18%).

A companhia relata que possui alta sensibilidade à economia e também à variação do dólar, uma vez que cerca de 50% de seus custos são denominados em moeda norte-americana. Com base nisso, a empresa adotou como estratégia a readequação da malha aérea, a diminuição de custos e a revisão de sua estrutura de capital para melhorar sua liquidez (GOL, 2017).

Em 2018, a empresa discorre sobre eventos que impactaram negativamente seu patrimônio líquido, destacando-se a desvalorização cambial do Real em relação ao Dólar americano, uma vez que, nesse período, 50% de seus custos estavam atrelados ao Dólar. Além disso, o capital circulante líquido foi afetado negativamente pelos prazos de pagamentos aos fornecedores e pelo aumento no volume de operações (GOL, 2018).

Nos resultados de 2018, a empresa detalha a forma de reconhecimento das receitas: a receita com transporte de passageiros é reconhecida quando o transporte aéreo é efetivamente prestado, com a empresa reconhecendo as receitas com bilhetes vendidos e não usados em transportes a executar, representando uma receita diferida. A receita com carga somente é reconhecida quando o transporte é fornecido e outras receitas definidas como tarifas de remarcação de voos, despacho de bagagem e outros serviços adicionais são reconhecidos junto com a obrigação principal de transporte de passageiro (GOL, 2018).

Com a adoção da IRFS 16, relacionada a arrendamento, em 2019 a empresa relata que obteve patrimônio líquido atribuído aos sócios controladores negativo de R\$ 6.499.650 em decorrência principalmente do impacto de R\$ 2.436.334 causado pela nova forma de reconhecimento dos passivos de arrendamento e ajustes a valor presente. Como forma de cumprimento da norma, a companhia utilizou a técnica da percepção tardia, considerando extensões e renegociações ocorridas durante o contrato e aplicou uma taxa de desconto única à carteira de arrendamentos com características similares.

Em 2020, a empresa apresentou um patrimônio líquido negativo, ao qual atribuiu à desvalorização do Real frente ao Dólar americano de aproximadamente 28,9%, causando um impacto negativo de R\$ 3.056.226 nos resultados do período; e aos efeitos da pandemia de COVID-19 sobre as operações da empresa devido à redução nos voos diários e conseqüentemente na receita (GOL, 2020).

Como forma de combater os impactos da pandemia, a empresa optou por fortalecer sua liquidez, tomando algumas medidas como: conclusão das renegociações com arrendadores de aeronaves para a companhia, postergando alguns valores com a finalidade de fortalecer o fluxo de caixa; obtenção de maior prazo nas dívidas com fornecedores de combustíveis; redução de cerca de 50% das despesas com folhas de pagamentos de funcionários e de 60% para os diretores; suspensão de contratos de trabalho e adesões à licença não remunerada, por meio da MP nº 936 convertida na Lei nº 14.020/20; suspensão de investimentos considerados não essenciais pela companhia; redução de 34 ordens de montagem de aviões Boeing Max 737 MAX com previsão de entrega para 2020-2022; e o alongamento dos prazos e rolagens de dívidas com empréstimos e financiamentos (GOL, 2020).

Devido ao fato de 95% do endividamento e 36,5% dos custos da empresa serem negociados em dólar no período, a companhia relata que suas operações possuíram grande sensibilidade as variações econômicas apresentadas no período de 2020, e que por isso buscou ajustar o preço de suas tarifas para recapturar a variação do dólar americano (GOL, 2020).

O patrimônio líquido atribuído aos acionistas em 2021 apresentou uma posição negativa de R\$ 21.053.678, onde a empresa se justifica ao fato dos impactos referentes à pandemia sobre as operações da companhia e sobre o câmbio com a desvalorização do real brasileiro, referente ao fato de 94,4% do endividamento com empréstimos, financiamentos e arrendamentos e 46,7% dos custos terem sido negociados em dólar americano no período (GOL, 2021).

Como parte do fortalecimento de sua estrutura de capital, em 2021, a empresa optou por tomar algumas medidas: aquisição da participação dos sócios não controladores de sua controlada Smiles; emissão de Senior Secured Notes adicionais no valor de US\$ 450 milhões; aporte de capital pelos sócios controladores e subscrição de acionistas minoritários no valor de R\$ 423 milhões; pagamento integral do saldo da sua principal dívida amortizável no montante de R\$ 410 milhões; e conclusão do refinanciamento da dívida de curto prazo com os bancos locais (GOL, 2021).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em meio à pandemia de Covid-19, o mundo vivenciou um cenário de mudanças no qual o "novo normal" representava a adaptação da humanidade a eventos extraordinários e atípicos, resultando em mudanças de hábitos e estabelecimento de novos padrões na sociedade. Da mesma forma, as empresas foram impactadas e tiveram que tomar medidas que exigiram novas estratégias, desde planos futuros de atuação no mercado até mudanças em suas operações. Entre os setores economicamente afetados pela pandemia, um dos mais atingidos foi o do transporte aéreo, foco deste estudo.

Portanto, o objetivo deste trabalho foi analisar os impactos da Covid-19 no desempenho econômico-financeiro das companhias aéreas listadas na B3, por meio da análise dos demonstrativos financeiros do período de 2017 a 2021. A análise abrangeu vários períodos, proporcionando uma visão mais clara da situação de cada empresa antes da pandemia e das ações tomadas para combater o impacto financeiro causado pela chegada da Covid-19.

Os resultados desta pesquisa evidenciam uma deterioração no desempenho das empresas analisadas, especialmente em relação ao patrimônio líquido e ao Resultado do Exercício. Ambas as companhias apresentaram valores negativos sucessivamente, afetando os índices de rentabilidade e endividamento, sendo este último ainda impactado pelo aumento crescente das dívidas a longo prazo.

Confirmando o resultado de outras pesquisas na mesma área, este trabalho demonstra que o desempenho das empresas aéreas foi bastante impactado pela crise do Covid-19. No entanto, expõe que o acréscimo de outros fatores pode ter colaborado ainda mais com essa queda na performance financeira. Ao analisar as notas explicativas, este estudo trouxe um fato relevante, porém pouco abordado por outras pesquisas do tema, que foi a adoção da nova norma internacional IFRS 16 - Lease, relacionada aos arrendamentos, que teve início em 2019. Essa norma ocasionou um impacto direto nas demonstrações dos anos anteriores, exigindo reapresentação dos resultados. Por proporcionar um aumento do passivo de arrendamentos e uma nova classificação dos ativos imobilizados, o patrimônio líquido foi negativamente impactado.

Este estudo é importante para a expansão do tema, trazendo uma forma de conciliar a análise por indicadores com a análise das informações contidas nas

notas explicativas, uma abordagem pouco vista em outras pesquisas, mas de grande utilidade para servir de base para outros estudos nas diversas atividades, bem como ferramenta de apoio para a tomada de decisão da gestão.

Esta pesquisa teve como objetivo trazer informações relevantes sobre as companhias aéreas em meio à pandemia de Covid-19. No entanto, é importante salientar que em relação a essas empresas, outras variáveis precisam ser levadas em conta, devido à sua alta sensibilidade a fatores externos como política, crises e alteração na taxa de câmbio. Essas variáveis podem ser objetos de novos estudos futuros.

Como sugestão de estudos futuros, é interessante analisar a situação das empresas em relação à recuperação após a crise do Covid-19, as inovações trazidas para o setor e os impactos a longo prazo que algumas medidas tomadas trouxeram para as empresas do setor aéreo, como, por exemplo, o aumento das dívidas relacionado à postergação de alguns empréstimos e financiamentos.

REFERÊNCIAS

ABRAHÃO, S. S. Indicadores Financeiros na Análise Quantitativa de Dados – um guia prático. **Sabe – Inteligência em Ação da Bolsa**, nov. 2015. Disponível em: <http://www.sabe.com.br/blog/detalhe/indicadores-financeiros-na-analise-quantitativa-de-dados-um-guia-pratico>. Acesso em: 30 abr. 2023.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). **Com pandemia indicadores do setor aéreo reduzem 50% em 2020**. 2021. Disponível em: www.gov.br/anac/pt-br/noticias/2021/com-pandemia-indicadores-do-setor-aereo-reduzem-50-em-2020. Acesso em: 23 fev. 2023.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). **Dados e Estatísticas**. n.d. (On-line). Disponível em: <https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/dados-e-estatisticas/mercado-de-transporte-aereo/consulta-interativa/demanda-e-oferta-origem-destino>. Acesso em: 10 mar. 2022.

AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL (ANAC). **Malha aérea essencial começa no sábado (28)**. 2020 (On-line). Disponível em: <https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/coronavirus/anac-COVID-19-linha-do-tempo>. Acesso em: 09 mar. 2022.

ALBUQUERQUE FILHO, M. O. **Aviação comercial brasileira: a gestão estratégica das empresas aéreas em face aos fatores externos às organizações**. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Aeronáuticas) – Universidade do Sul, Santa Catarina, 2020.

ALVES, A.; LAFFIN, N. H. F. **Análise das demonstrações financeiras**. Porto Alegre: Grupo A, 2018.

ALVES, M. R.; SILVA, A. B.; CRUZ, C. F. da; COSTA, T. de A. Análise econômico-financeira das empresas do Setor Aéreo Nacional frente aos desafios da Pandemia do Novo Coronavírus. *In*: CONGRESSO USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 21., 2021, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: Fipecafi, 2021.

ASSAF NETO, A. **Estruturas e Análise de Balanços** - Um Enfoque Econômico-financeiro. 12. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS EMPRESAS AÉREAS (ABEAR). **Aviação comercial brasileira contribuiu com 1,4% do PIB nacional em 2019**. 2020 (On-line). Disponível em: <https://www.abear.com.br/imprensa/agencia-abear/noticias/aviacaocomercial-brasileira-contribuiu-com-14-do-pib-nacional-em-2019/>. Acesso em: 16 mar. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS EMPRESAS AÉREAS (ABEAR). **Panorama 2021. 2022** (On-line). Disponível em: <https://www.abear.com.br/wp-content/uploads/2022/12/Panorama2021.pdf>. Acesso em: 18 fev. 2023.

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 31 de dezembro de 2017 e 2016**. 2018 (On-line). Disponível em: <https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/ed78542a-4e01-429a-8926->

03d69ccfa307/file_manager/a9f0b1d9-2634-49ae-8b9c-a4b49a91b0ab/demonstracoes_financeiras_dfp_do_4t17.pdf. Acesso em: 28 abr. 2023.

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 31 de dezembro de 2018 e 2017**. 2019 (On-line). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ed78542a-4e01-429a-8926-03d69ccfa307/6d602dc4-1a55-4e1e-82a2-f7863769d411?origin=1>. Acesso em: 28 abr. 2023

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras 31 de dezembro de 2019, 2018 e 2017**. 2020 (On-line). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ed78542a-4e01-429a-8926-03d69ccfa307/0b1933cb-75f2-1f8b-fb99-d3e68595f0e8?origin=1>. Acesso em: 28 abr. 2023

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 31 de dezembro de 2020**. 2021 (On-line). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ed78542a-4e01-429a-8926-03d69ccfa307/0b1933cb-75f2-1f8b-fb99-d3e68595f0e8?origin=1>. Acesso em: 28 abr. 2023

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 31 de dezembro de 2021**. 2022 (On-line). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ed78542a-4e01-429a-8926-03d69ccfa307/aa79f952-e305-f2be-8685-ec6655e2659c?origin=1>. Acesso em: 28 abr. 2023.

AZUL S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 31 de dezembro de 2021**. 2022 (On-line). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/ed78542a-4e01-429a-8926-03d69ccfa307/aa79f952-e305-f2be-8685-ec6655e2659c?origin=1>. Acesso em: 28 abr. 2023

BARBOSA NETO, J. E.; DIAS, W. O.; MÁRIO, P. C. Regulação e sua influência no preço das ações: uma análise empírica no segmento de aviação civil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, [S.l.], v. 3, n. 1, p. 79-95, 2011.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2011.

BASTOS, L. S. *et al.* COVID-19 e hospitalizações por SRAG no Brasil: uma comparação até a 12ª semana epidemiológica de 2020. **Cadernos de Saúde Pública**, [S.l.], v. 36, n. 4, 2020.

BORGES, A. P. **A importância da contabilidade no Mercado Financeiro para os Investidores pessoa física**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Curso de Ciências Contábeis, Centro Universitário de Anápolis (UniEVANGÉLICA), Anápolis, 2018.

BORINELLI, M.L.; PIMENTEL, R.C. **Contabilidade para Gestores, Analistas e outros Profissionais**. 2. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2017.

BRASIL registra 1.036 mortes por coronavírus; total chega a 194.976 óbitos. **G1, São Paulo**, 31 dez. 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/bemestar/coronavirus/noticia/2020/12/31/casos-e-mortes-por-coronavirus-no-brasil-em-31-de-dezembro-segundo-consorcio-de-veiculos-deimprensa.ghtml>. Acesso em: 11 fev. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. **Ministério da Economia divulga lista dos setores mais afetados pela pandemia da COVID-19 no Brasil**. Brasília: Ministério da Economia, 2020b. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2020/setembro/ministerio-da-economia-divulga-lista-dos-setores-mais-afetados-pela-pandemia-da-COVID-19-no-brasil>. Acesso em: 11 fev. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. **Nota Informativa: uma Análise da Crise gerada pela COVID-19 e a Reação de Política Econômica**. Brasília: Ministério da Economia, 2020a.

BRUNI, A. L. **A Análise Contábil e Financeira**, v. 4. 3. ed. São Paulo. Grupo GEN, 2014.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL. CPC 26. **Apresentação das demonstrações contábeis (R1)**. 2021 (On-line). Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos>. Acesso em: 26 mar. 2022.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados - Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2017.

FERREIRA, H. L.; CURSINO, A. M. C.; NADONE, C. L.; SOUZA FRANCISCO, J. R. de. Efeitos da pandemia COVID-19 no ciclo de vida das organizações. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 46., 2022, on-line. **Anais [...]**. Maringá: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2022.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B.de. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 6-24, set./dez. 2007.

GALLON, A. V.; CRIPPA, M.; GOIS, A. F.; LUCA, M. M. M. As mudanças no tratamento contábil do leasing e seus reflexos nos indicadores econômico-financeiros das companhias aéreas brasileiras. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, n. 1, p. 1-18, 2012.

GOL LINHAS AÉREAS S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 2017**. 2018 (On-line). Disponível em: https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=53858&id=0&idioma=0&conta=28&sub-menu=&img=&ano=2017. Acesso em: 27 abr. 2023.

GOL LINHAS AÉREAS S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 2018**. 2019 (On-line). Disponível em: https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=53858&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=&img=&ano=2018. Acesso em: 27 abr. 2023.

GOL LINHAS AÉREAS S.A. **Demonstrações Financeiras 2019**. 2020 (On-line). Disponível em: https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=53858&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=&img=&ano=2019. Acesso em: 27 abr. 2023.

GOL LINHAS AÉREAS S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 2020**. 2021 (On-line). Disponível em: https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=53858&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=&img=&ano=2020. Acesso em: 27 abr. 2023.

GOL LINHAS AÉREAS S.A. **Demonstrações Financeiras individuais e consolidadas 2021**. 2022 (On-line). Disponível em: https://ri.voegol.com.br/conteudo_pt.asp?tipo=53858&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=&img=&ano=2021. Acesso em: 27 abr. 2023.

HOLTZ, L.; SANTOS, O. M. D. Legibilidade das Notas Explicativas das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 39, n. 1, p. 57-73, 2020.

GULLO, M. C. R. A economia na pandemia COVID-19: algumas considerações. **Rosa dos Ventos**, Caxias do Sul, v. 12, n. esp. 3, p. 1-8, 2020.

IAHN, S. F. **Análise do desempenho econômico e financeiro das empresas do setor aéreo brasileiro com ações na BM&F Bovespa**. 2012. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Indicadores IBGE: Contas nacionais trimestrais: indicadores de volume e valores correntes, 3º tri./2022**. Rio de Janeiro: IBGE, jul.-set. 2022. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=72121>. Acesso em: 05 fev. 2023.

INTERNATIONAL AIR TRANSPORT ASSOCIATION (IATA). **Deep Losses Continue Into 2021**. 2020. Disponível em: <https://www.iata.org/en/pressroom/pr/2020-11-24-01>. Acesso em: 06 abr. 2022.

IUDÍCIBUS, S. D. **Análise de Balanços**, 11. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2017.

LEPCHAK, A.; SOUSA, R. C. S.; DIAS, D. P.; SCHERER, L. M. Impactos da adoção da IFRS 16 nas principais métricas econômico-financeiras das companhias aéreas do mundo. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 10, n. 2, p. 133-155, 2022.

LOPES, I. F.; BEUREN, I. M. Comportamento dos Custos e sua Relação com Medidas de Eficiência Operacional em Companhias Aéreas. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, São Leopoldo, v. 14, n. 1, p. 30-46, 2017.

MACEDO, Y. M.; ORNELLAS, J. L.; BOMFIM, H. F. COVID-19 NO BRASIL: o que se espera para população subalternizada? **Revista Encantar**, Bom Jesus da Lapa, v. 2, p. 01-10, 2020.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**. 8. ed. Barueri: Grupo GEN, 2022.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de Pesquisa**. 9. ed. Barueri: Grupo GEN, 2021.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 8. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2019.

MARION, J. C. **Contabilidade Básica**. 13. ed. Barueri: Grupo GEN, 2022.

MARTINS, E. **Análise Didática das Demonstrações Contábeis**. 3. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2020.

MEREDITH, S. B.; GRAHAM, B. **A interpretação das normas financeiras**. São Paulo: Saraiva, 2010.

MUNERETTO, L. **Análise da contribuição dos indicadores econômicos e financeiros para o acompanhamento das empresas de capital aberto listadas na B3 no segmento de distribuição de gás nos anos de 2015 a 2019**. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2020.

OLIVEIRA, H. S.; SIQUEIRA, T. P.; MACHADO, D. G. Crise aérea brasileira: análise do impacto nas demonstrações financeiras das cias aéreas tam e gol. **Revista de Contabilidade Dom Alberto**, Santa Cruz do Sul, v. 5, n. 10, p. 64-83, 2 dez. 2016.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). **Issue Note 1: Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity**. OECD Economic Outlook. 2020. Disponível em: [https://www.oecd-ilibrary.org/sites/fe40a82a-en/index.html?itemId=/content/component/fe40a82a-en#:~:text=Allowing%20for%20only%20partial%20shutdowns,economy%20\(OECD%2C%202020a\)](https://www.oecd-ilibrary.org/sites/fe40a82a-en/index.html?itemId=/content/component/fe40a82a-en#:~:text=Allowing%20for%20only%20partial%20shutdowns,economy%20(OECD%2C%202020a).). Acesso em: 16 dez. 2022.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. D. **Análise das Demonstrações Financeiras**. 3. ed. revista e ampliada. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2011.

PASIN, J. A. B.; LACERDA, S. M. A reestruturação do setor aéreo e as alternativas de política para a aviação comercial no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 19, p. 217-240, jun. 2003.

PÉREZ JÚNIOR, J.H.; BEGALLI, G.A. **Elaboração e Análise das Demonstrações Financeiras**, 5. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2015.

PORSSE, A. A.; SOUZA, K. B. de; CARVALHO, T. S.; VALE, V. A. **Impactos Econômicos do COVID-19 no Brasil**. Nota Técnica NEDUR-UFPR, n.1. Curitiba: Núcleo de Estudos em Desenvolvimento Urbano e Regional, 2020.

PUJOL, L.; LACERDA, R. Gol e Azul: já vale a pena apostar nas ações das aéreas?. **Você S/A**, São Paulo, 21 set 2020. Disponível em: <https://vocesa.abril.com.br/mercado/gol-e-azul-vale-a-pena-apostar-nas-acoes-das-aereas-a-essa-altura/>. Acesso em: 10 mar 2023.

RAMBO, A. C. **O perfil do investidor e melhores investimentos: da teoria à prática do mercado brasileiro**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

RIBEIRO, O. M. **Série + em Foco - Estrutura e análises de balanços**. 12. ed. São Paulo: Saraiva. 2017.

ROJAS, P. F. **Impactos do COVID-19 nas principais companhias aéreas brasileiras**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Aeronáuticas) – Universidade do Sul, Santa Catarina, 2021.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Um estudo empírico sobre o Ebitda como representação do fluxo de caixa operacional: estudo em empresas brasileiras. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005. **Anais [...]**. São Paulo: Fipecafi, 2005.

SANTOS, J. O. D.; HOMENKO, A.; GARRE, C.; CIOFFI, P. L. M.; SAYKOVITCH, S. L. Análise do desempenho do retorno das ações ordinárias de empresas do setor de transporte aéreo dos EUA nos períodos pré e pós-ataque às Torres Gêmeas de 11 de setembro de 2001. **Revista de Gestão**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 53-64, 2008.

SILVA, A. A. **Estrutura, Análise e Interpretação das Demonstrações Contábeis**. 5. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2019.

SILVA, C. E. **PANDEMIA DA COVID-19: impactos sobre os indicadores financeiros e econômicos de empresas aéreas brasileiras listadas na B3**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2022.

SILVA, M. L.; SILVA, R. A. **Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do COVID-19: impactos e reflexões**. Observatório Socioeconômico da COVID-19, Santa Maria, jun. 2020. Disponível em: <https://www.ufsm.br/app/uploads/sites/820/2020/06/Textos-para-Discuss%C3%A3o-07-Economia-Brasileira-Pr%C3%A9-Durante-e-P%C3%B3s-Pandemia.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2022.

SIQUEIRA, C. A. S. *et al.* The effect of lockdown on the outcomes of COVID-19 in Spain: An ecological study. **Plos one**, São Francisco, v. 15, n. 7, p. e0236779, 2020.

SOARES, C. S.; MARIN, L. O.; DEGENHART, L.; KRÜGER, C. Aplicação de modelos de previsão de insolvência nas empresas do setor aéreo brasileiro. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 13, n. 2, p. 25-44, 2021.

SOBREIRA, K. R.; SILVA, A. M.; GARCIA, E. A. R.; TEODÓSIO, I. R. M. Reflexos da Pandemia do Coronavírus para a Contabilidade à Luz da Teoria Contratual da Firma. *In*: CONGRESSO USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 21., 2021, São Paulo. **Anais** [...] São Paulo: Fipecafi, 2021.

SOUSA, L. S. N. **Efeitos da COVID-19 nos indicadores econômico-financeiros das Empresas do setor aéreo com ações na B3**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2020.

TEIXEIRA, V. M. O impacto da crise da COVID-19 no setor aeronáutico. **Boletim de Conjuntura**, Boa Vista, v. 2, n. 4, p. 40–45, 2020.

VERGARA, S. C. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 6. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2015.

VIEIRA, F. S.; SERVO, L. M. S. COVID-19 e coordenação federativa no Brasil: consequências da dissonância federal para a resposta à pandemia. **Saúde em debate**, Rio de Janeiro, v. 44, p. 100-113, 2021.

VINHOLES, T. Azul estreia na Bolsa de Valores. **Airway**, 2017. Disponível em: <https://www.airway.com.br/azul-estreia-na-bolsa-de-valores/>. Acesso em: 05 jun 2022.

WORLD TRAVEL & TOURISM COUNCIL. **Travel & Tourism: Economic Impact**, 2022. Disponível em: <https://wttc.org/Portals/0/Documents/EIR/EIR2022-global-infographic2pager-080622.pdf?ver=2022-06-14-183513-303>. Acesso em: 18 fev. 2023.

WU, D. *et al.* The SARS-CoV-2 outbreak: what we know. **International journal of infectious diseases**, Brookline, v. 94, p. 44-48, 2020.