

Ambev (ABEV3): Resultado do 4T20

O EBITDA recorrente ficou aquém das estimativas do BTG e do consenso

A Ambev reportou um conjunto de resultados do 4T20 mais confuso, distorcido pelo reconhecimento de créditos tributários a recuperar em 2020 e 2019 no Brasil. O EBITDA ajustado por esse impacto foi de R\$ 6,8 bilhões, 6% abaixo de nossa projeção e estável a/a, com margem caindo 550 bps a/a para 36,7%. Os volumes totais foram 8% maiores a/a, levando a um crescimento orgânico de receita de 13% a/a para R\$ 18,6 bilhões (4% abaixo de nossa estimativa). O LPA também foi impulsionado por créditos tributários, sem os quais o estimamos em R\$ 0,28, praticamente em linha com nossa projeção e 5% superior a/a.

Custos mais baixos e preços assertivos garantiram uma margem mais forte no Brasil

Na Cerveja Brasil, o EBITDA superou nossas estimativas em 5%, atingindo R\$ 3,5 bilhões, liderado por custos unitários mais baixos (+ 8% a/a vs. nossa expectativa de + 17%) e preços médios melhores, já que a Ambev continua a buscando descontos menores por meio de uma gestão de receita mais inteligente (descontos na controladora foram de 4,8% das vendas brutas no 4T vs. 6,8% um ano antes). Os volumes cresceram mais uma vez, bem à frente da indústria (+ 12% a/a). Em LAS (América Latina Sul), o bom desempenho do volume foi mais do que compensado pela inflação de custos e um mix desfavorável, levando à menor margem EBITDA já registrada no 4T. A região CAC (América Central e Caribe) continuou a ter dificuldades com volumes menores devido à pandemia, embora estejamos impressionados com os preços e a assertividade dos custos. O Canadá viu os volumes voltando para território negativo, apesar dos ganhos de participação de mercado, e as margens tiveram dificuldades com o mix negativo de canal/embalagem desfavoráveis. Por fim, o EBITDA de NAB (bebidas não-alcoólicas) caiu 12% a/a, também sob pressões de margem que mais do que compensaram um sólido desempenho de volume.

Perspectiva para 2021: forte volume inicial, apesar da pressão nas margens; Rating Neutro

A Ambev também compartilhou algumas reflexões sobre as tendências de 2021: (i) os volumes de cerveja no Brasil começaram o ano com crescimento de dois dígitos, apesar da suspensão do carnaval, provavelmente devido aos ganhos de participação de mercado acumulados no final de 2020 e a uma base comparável mais fácil do 1T20; (ii) Os custos caixa unitários da cerveja no Brasil podem subir 20-23% a/a, o que está em linha com nossa estimativa, embora isso reitere a visão de que o EBITDA deve ficar atrás do crescimento da receita. Ficamos particularmente impressionados com a extensão do desempenho do volume no início do ano, mas ainda acreditamos que essas tendências irão enfraquecer à medida que sentimos que os volumes da indústria e parte do ganho de participação de mercado recuarão em meio à menor receita disponível no ano.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Ambev S/A (ABEV3)

Data	25/02/2021
Ticker	ABEV3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	15,0
Preço (R\$)	14,7
Listagem	Tradicional

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	230.988,55
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	426,60

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	23,9x	20,8x
EV/EBITDA	10,7x	9,9x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	-2,8%
LTM (%)	-6,8%



Negociando com um prêmio em relação ao histórico, seus pares, sem espaço claro para upgrades de lucros e pressões no ROIC, reiteramos nosso Neutro.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	40,1	32,2	25,3	23,0	25,8
EV/EBITDA	10,7	13,5	11,6	10,7	9,9
P/L	21,4	24,9	27,6	23,9	20,8
Dividend Yield %	3,6	2,7	2,7	4,7	5,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	51.474	52.600	59.082	61.813	66.250
EBITDA	21.673	21.147	19.912	20.156	21.708
Lucro Líquido	11.297	11.803	8.909	9.682	11.102
LPA (R\$)	0,72	0,75	0,57	0,62	0,71
DPA Líquido (R\$)	0,56	0,50	0,43	0,69	0,73
Dívida Líquida/Caixa	9.054	8.853	15.417	15.417	15.417

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 14,68, em 24 de Fevereiro de 2021.

Tabela 1: Ambev – Revisão do 4T20

DRE (R\$ milhões)	4T20	4T20E	4T19	3T20	A x E	a/a	t/t
Receita Líquida	18.557	19.260	15.475	15.605	-3,7%	19,9%	18,9%
- CMV	(8.198)	(8.676)	(6.379)	(7.423)	-5,5%	28,5%	10,4%
= Lucro Bruto	10.359	10.584	9.095	8.181	-2,1%	13,9%	26,6%
- Despesas de Vendas	(4.164)	(4.282)	(3.456)	(3.899)	-2,8%	20,5%	6,8%
- Desp. Gerais e Administrativas	(897)	(841)	(679)	(704)	6,7%	32,2%	27,4%
+/- outros	2.275	292	700	168	679,7%	224,8%	1254,3%
= EBIT	7.573	5.753	5.661	3.747	31,6%	33,8%	102,1%
+ Depreciação	1.364	1.505	1.264	1.327	-9,4%	7,9%	2,8%
= EBITDA	8.937	7.258	6.925	5.073	23,1%	29,1%	76,2%
= EBITDA ex- PIS/COFINS	6.816	7.258	6.543	5.073	-6,1%	4,2%	34,3%
+ Resultados Financeiros	1.875	97	151	73	1824,1%	1140,3%	2476,0%
- Despesas Financeiras	(1.023)	(1.010)	(1.714)	(1.311)	1,3%	-40,3%	-22,0%
+/- Result. Não Operacionais	(140)	0	(330)	(160)			
= EBT	8.464	4.840	3.756	2.431	74,9%	125,3%	248,2%
Participação minoritária	(104)	(154)	(119)	(84)	-32,1%	-12,5%	24,0%
- Imposto de Renda	(1.574)	(405)	464	(72)	n.m.	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido	6.786	4.281	4.101	2.275	58,5%	65,5%	198,4%
= Lucro Líquido ajustado	4.369	4.281	4.179	2.434	2,0%	4,6%	79,5%
= LPA	0,43	0,27	0,26	0,14	58,5%	65,5%	198,4%
= LPA ajustado	0,28	0,27	0,27	0,15	2,0%	4,6%	79,5%
Margem Bruta	55,8%	55,0%	58,8%	52,4%	0,9p.p	-3,0p.p	3,4p.p
Margem Operacional	40,8%	29,9%	36,6%	24,0%	10,9p.p	4,2p.p	16,8p.p
Margem EBITDA	48,2%	37,7%	44,7%	32,5%	10,5p.p	3,4p.p	15,6p.p
Margem EBITDA ex- PIS/COFINS	36,7%	37,7%	42,3%	32,5%	-1,0p.p	-5,5p.p	4,2p.p
Margem Líquida	36,6%	22,2%	26,5%	14,6%	14,3p.p	10,1p.p	22,0p.p
Margem Líquida ajustada	23,5%	22,2%	27,0%	15,6%	1,3p.p	-3,5p.p	7,9p.p
Destques operacionais	4T20	4T20E	4T19	3T20	A x E	a/a	t/t
Volumes ('000 hl)	50.942	50.808	47.296	42.379	0,3%	7,7%	20,2%
CERVEJA - BRASIL	26.412	26.901	23.598	21.847	-1,8%	11,9%	20,9%
CSD & NANC - BRASIL	8.310	7.950	7.794	6.603	4,5%	6,6%	25,9%
CANADA	2.226	2.282	2.237	2.966	-2,5%	-0,5%	-24,9%
LAS	10.487	10.075	9.877	7.859	4,1%	6,2%	33,4%
CAC	3.508	3.600	3.790	3.105	-2,6%	-7,4%	13,0%
Receita Líquida/hl (R\$/hl)	364	379	327	368	-3,9%	11,3%	-1,1%
CERVEJA - BRASIL	330	327	306	304	1,0%	8,0%	8,4%
CSD & NANC - BRASIL	170	173	166	157	-1,5%	2,2%	8,6%
CANADA	1.061	1.004	788	977	5,6%	34,6%	8,5%
LAS	345	417	329	376	-17,3%	5,0%	-8,2%
CAC	696	722	515	665	-3,5%	35,1%	4,7%
CMV/hl (R\$/hl)	161	171	135	175	-5,8%	19,3%	-8,1%
CERVEJA - BRASIL	139	151	129	151	-8,0%	7,6%	-7,9%
CSD & NANC - BRASIL	83	89	72	80	-7,5%	15,7%	3,6%
CANADA	421	390	299	381	8,2%	40,7%	10,7%
LAS	175	191	128	200	-8,7%	37,0%	-12,5%
CAC	304	301	223	290	1,3%	36,7%	4,9%
EBITDA ex-PIS/COFINS (R\$ milhões)	6.816	7.258	6.543	5.073	-6,1%	4,2%	34,3%
CERVEJA - BRASIL	3.515	3.337	3.049	2.208	5,3%	15,3%	59,2%
CSD & NANC - BRASIL	501	486	567	319	3,1%	-11,6%	57,1%
CANADA	629	733	517	840	-14,1%	21,6%	-25,1%
LAS	1.079	1.567	1.524	804	-31,1%	-29,2%	34,3%
CAC	1.092	1.156	885	902	-5,6%	23,4%	21,0%
Margem EBITDA (%)	36,7%	37,7%	42,3%	32,5%	-1,0 p.p.	-5,5 p.p.	4,2 p.p.
CERVEJA - BRASIL	40,3%	38,0%	42,3%	33,2%	2,4 p.p.	-2,0 p.p.	7,1 p.p.
CSD & NANC - BRASIL	35,5%	35,4%	43,7%	30,9%	0,1 p.p.	-8,3 p.p.	4,6 p.p.
CANADA	26,7%	32,0%	29,3%	29,0%	-5,3 p.p.	-2,7 p.p.	-2,3 p.p.
LAS	29,8%	37,3%	46,9%	27,2%	-7,4 p.p.	-17,1 p.p.	2,6 p.p.
CAC	44,7%	44,5%	45,3%	43,7%	0,2 p.p.	-0,6 p.p.	1,0 p.p.

Fonte: Empresa / BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx