

Ambev (ABEV3): Prévia do 3T21

Expectativa de um EBITDA estável a/a no 3T21

A Ambev deve divulgar os resultados do 3T21 em 28 de outubro, antes da abertura do mercado. Estamos modelando para uma receita, um EBITDA e um lucro em R\$ 16,5 bilhões, R\$ 5 bilhões e R\$ 2,3 bilhões, respectivamente. Em níveis de EBITDA e lucro, representa um resultado praticamente estável a/a, apesar do crescimento de receita esperado de 5,5% a/a, já que a base de comparação difícil e margens mais baixas devem conter a expansão do lucro. Os volumes, que têm sido a principal fonte de surpresa positiva por vários trimestres, também devem recuar devido à base de comparação difícil. Esperamos que os volumes consolidados caiam 2% a/a, impulsionados principalmente por uma queda a/a de 5,7% esperada para o segmento de cerveja Brasil, embora ainda 18% acima dos níveis do 3T19 em uma combinação de crescimento da indústria de cerveja e recuperação de participação de mercado da Ambev durante a pandemia.

Um negócio de margem estruturalmente inferior; foco no crescimento da receita

Nossa projeção de EBITDA implica uma margem consolidada de 30,3%, a menor para um terceiro trimestre em pelo menos duas décadas. A erosão da lucratividade da Ambev é um dos principais sintomas de quanto o valor da marca seu portfólio parece ter perdido, particularmente no principal segmento de cerveja no Brasil. E não esperamos que isso mude conforme a Ambev empurre cada vez mais para o crescimento da receita, alimentando a percepção “premium” da categoria, com portfólio, distribuição e estratégias de marketing mais granulares e sofisticadas, enquanto a competição continua a se intensificar com a adição de capacidade e novas marcas. Novas iniciativas de crescimento da receita não relacionada à cerveja - focadas em serviços, crédito e outras categorias - também parecem prejudiciais às margens. Portanto, acreditamos que a medida do sucesso e da capacidade da Ambev de melhorar os retornos virá mais dos resultados decorrentes de cada unidade de bebidas vendidas (ou EBITDA/hl). Embora reconheçamos que algumas dessas iniciativas ainda são incipientes e parecem promissoras, os resultados até agora têm sido bastante mistos e parecem ter sido arrastados por uma erosão contínua do negócio de cerveja tradicional da Ambev.

Novo vs. velho

Muito foi discutido nos últimos meses em relação às novas iniciativas de receita da Ambev. Bees, Zé Delivery e Donus ocupam uma parte cada vez maior do tempo que passamos discutindo a Ambev com os investidores. Embora vejamos a maioria dessas estratégias como inteligentes e de alguma forma um forte testemunho da cultura da Ambev de continuamente desafiar sua capacidade de se adaptar a novas realidades, acreditamos que a Ambev é, até certo ponto, um caso de Lei dos Grandes Números: tão promissora quanto novas iniciativas

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Ambev S/A (ABEV3)

Data	15/10/2021
Ticker	ABEV3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	16,0
Preço (R\$)	15,5
Listagem	Tradicional

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	277.918,26
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	422,68

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	22,9x	19,7x
EV/EBITDA	10,7x	9,7x

Stock Performance:

Outubro (%)	1,2%
LTM (%)	18,9%



possam ser, eles podem fazer pouco para transformar mais de 70% de seus volumes derivados de marcas e canais tradicionais legados. Embora a pandemia tenha claramente jogado a favor do portfólio e da capacidade de distribuição da Ambev para lidar com o consumo doméstico em um momento em que a demanda de cerveja foi impulsionada pelo auxílio governamental, também vemos alguns desses ventos favoráveis diminuindo à medida que a mobilidade e a competição voltam.

Ainda um Neutro

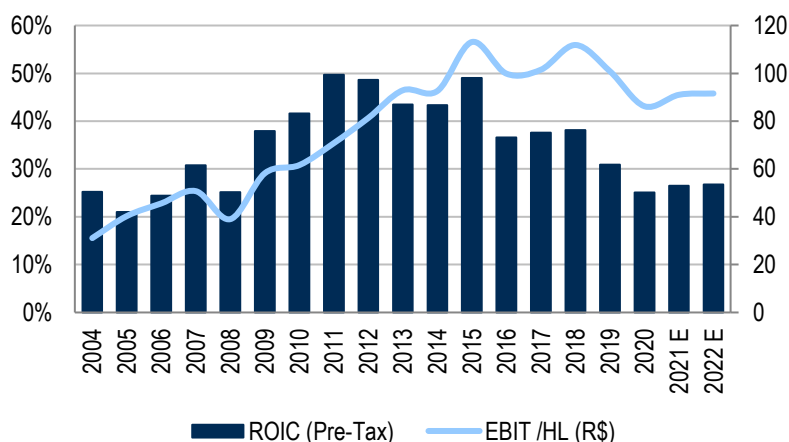
Há muitos anos mantemos Neutro na Ambev. A falta de espaço para surpresas positivas de lucros, apesar do recente desempenho superior do crescimento da receita, juntamente com um prêmio contínuo sobre as ações globais de bebidas e riscos relacionados aos lucros que são cada vez mais dependentes de incentivos fiscais nos mantiveram cautelosos. Nossas expectativas de que o crescimento da indústria desacelerará também deve reduzir o momentum dos lucros à frente. Reiteramos nossa posição Neutra antes dos resultados do 3T21.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	32,2	28,6	24,3	25,2	27,9
EV/EBITDA	13,5	10,8	10,7	9,7	9,0
P/L	24,9	21,6	22,9	19,7	17,8
Dividend Yield %	2,7	2,8	4,1	5,2	5,7

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	52.600	58.379	65.343	69.022	73.647
EBITDA	21.147	21.592	21.355	23.675	25.591
Lucro Líquido	11.780	11.379	10.623	12.348	13.720
LPA (R\$)	0,75	0,72	0,68	0,78	0,87
DPA Líquido (R\$)	0,50	0,44	0,64	0,80	0,88
Dívida Líquida/Caixa	8.853	13.998	14.309	14.309	14.309

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\$ 15,49, em 14 de Outubro de 2021.

Gráfico 1: Embora reconheçamos que algumas das iniciativas de crescimento da receita não relacionadas à cerveja da Ambev ainda são incipientes e parecem promissoras, os resultados até agora foram mistos e parecem ter sido arrastados por uma erosão contínua do negócio tradicional de cerveja da Ambev



Fonte: Empresa e BTG Pactual | "Pre-tax" = antes dos impostos

Prévía do 3T21

Tabela 1: Ambev – Prévía 3T21

DRE (R\$ milhões)	3T21	3T20	2T21	a/a	t/t
Receita Líquida	16.466	15.605	15.711	5,5%	4,8%
- CMV	(7.975)	(7.423)	(7.965)	7,4%	0,1%
= Lucro Bruto	8.491	8.181	7.746	3,8%	9,6%
- Despesas de Vendas	(4.322)	(3.899)	(4.009)	10,9%	7,8%
- Desp. Gerais e Administrativas	(781)	(704)	(1.143)	10,9%	-31,7%
+/- outros	208	168	1.395	24,1%	-85,1%
= EBIT	3.597	3.747	3.989	-4,0%	-9,8%
+ Depreciação	1.393	1.327	1.300	5,0%	7,1%
= EBITDA	4.989	5.073	5.289	-1,7%	-5,7%
= EBITDA ex-PIS/COFINS	4.989	5.073	4.070	-1,7%	22,6%
+ Resultados Financeiros	122	73	520	67,0%	-76,6%
- Despesas Financeiras	(867)	(1.311)	(950)	-33,9%	-8,7%
+/- Result. Não Operacionais	0	(160)	(86)		
= EBT	2.852	2.431	3.617	17,3%	-21,2%
Participação minoritária	(99)	(84)	(44)	17,3%	125,5%
- Imposto de Renda	(434)	(72)	(688)	n.m.	n.m.
= Lucro Líquido	2.319	2.275	2.886	2,0%	-19,6%
= Lucro Líquido ajustado	2.319	2.434	1.913	-4,7%	21,2%
= LPA	0,15	0,14	0,18	2,0%	-19,6%
= LPA ajustado	0,15	0,15	0,12	-4,7%	21,2%
Margem Bruta	51,6%	52,4%	49,3%	-0,9p.p	2,3p.p
Margem Operacional	21,8%	24,0%	25,4%	-2,2p.p	-3,5p.p
Margem EBITDA	30,3%	32,5%	33,7%	-2,2p.p	-3,4p.p
Margem EBITDA ex-PIS/COFINS	30,3%	32,5%	25,9%	-2,2p.p	4,4p.p
Margem Líquida	14,1%	14,6%	18,4%	-0,5p.p	-4,3p.p
Margem Líquida ajustada	14,1%	15,6%	12,2%	-1,5p.p	1,9p.p
Destaque operacionais	1T21	1T20	4T20	a/a	t/t
Volumes ('000 hl)	41.468	42.379	39.808	-2,1%	4,2%
CERVEJA - BRASIL	20.608	21.847	20.226	-5,7%	1,9%
CSD & NANC - BRASIL	6.471	6.603	6.494	-2,0%	-0,4%
CANADA	2.817	2.966	2.863	-5,0%	-1,6%
LAS	8.094	7.859	6.826	3,0%	18,6%
CAC	3.478	3.105	3.400	12,0%	2,3%
Receita Líquida/hl (R\$/hl)	397	368	395	7,8%	0,6%
CERVEJA - BRASIL	332	304	319	9,0%	4,1%
CSD & NANC - BRASIL	171	157	165	9,0%	3,2%
CANADA	1.053	977	1.112	7,8%	-5,2%
LAS	366	376	373	-2,6%	-1,7%
CAC	745	665	724	12,0%	2,9%
CMV/hl (R\$/hl)	192	175	200	9,8%	-3,9%
CERVEJA - BRASIL	178	151	170	18,0%	4,5%
CSD & NANC - BRASIL	96	80	101	20,0%	-5,4%
CANADA	391	381	458	2,6%	-14,7%
LAS	180	200	202	-10,0%	-11,1%
CAC	325	290	345	12,0%	-5,6%
EBITDA/hl (R\$/hl)	120	120	102	0,5%	17,7%
CERVEJA - BRASIL	83	101	69	-18,1%	20,2%
CSD & NANC - BRASIL	39	48	24	-18,7%	62,4%
CANADA	334	283	350	18,0%	-4,6%
LAS	127	102	86	24,1%	47,5%
CAC	305	291	273	4,8%	11,4%
Margem EBITDA (%)	30,3%	32,5%	25,9%	-2,2 p.p.	4,4 p.p.
CERVEJA - BRASIL	25,0%	33,2%	21,6%	-8,2 p.p.	3,4 p.p.
CSD & NANC - BRASIL	23,0%	30,9%	14,6%	-7,8 p.p.	8,4 p.p.
CANADA	31,7%	29,0%	31,5%	2,8 p.p.	0,2 p.p.
LAS	34,6%	27,2%	23,1%	7,5 p.p.	11,5 p.p.
CAC	40,9%	43,7%	37,7%	-2,8 p.p.	3,1 p.p.

Fonte: Empresa e 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 a 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