

## Ambev (ABEV3): Reaprendendo como jogar o jogo; Novo preço-alvo; Neutro

### Gerenciando a receita, esperando que lucro acompanhe

Os resultados da Ambev no 3T21 foram fortes. O desempenho da receita líquida novamente superou nossas expectativas, mas, ainda mais importante, conseguiu superar o restante da indústria por uma margem ainda maior em relação aos trimestres anteriores. Agora estamos chegando a um ponto em que a questão-chave é saber onde a Ambev agora vê o “bolso de valor” da indústria no futuro. E, tão importante quanto, como ele equilibra a expansão da receita e do lucro. Depois de alguns anos investindo em ferramentas de rota digital e analógica para o mercado e rota para o consumidor para proteger seu pool de receita contra a concorrência, o crescimento da receita foi elevado se tornando a mais importante fonte de valor da Ambev.

### “O crescimento do dólar é mais importante do que o crescimento da margem”

O trecho acima é do CEO da ABI durante a teleconferência de resultados do 3T21. Em nossa opinião, ele traz um dos pilares mais fundamentais de como a ABI (e a Ambev) agora veem seus negócios, e não como antes. Em nossa opinião, essa abordagem significa: (i) que a Ambev está disposta a expandir os negócios e a categoria, mesmo que à custa das margens de receita; e (ii) que várias das iniciativas para impulsionar o crescimento (Zé, BEES, etc) são prejudiciais para a margem de receita, mas esperam aumentar o lucro por hectolitro vendido.

### Volumes mais altos de todos os tempos; maior participação de mercado em todos os tempos... será que o preço deve vir a seguir?

Em 2015, a Ambev obteve uma margem EBITDA de 53% na cerveja Brasil. Os dados sobre concorrência são escassos, mas acreditamos que os concorrentes dificilmente alcançavam margens de dois dígitos (a Brasil Kirin foi vendida para a Heineken com margens de equilíbrio na época). Embora a Heineken tenha feito um grande esforço para elevar a lucratividade, substituindo marcas de margem baixa por ofertas premium e core-plus mais bem-sucedidas, a Ambev viu a margem EBITDA cair para cerca de 29% este ano. A diferença de margem entre a Ambev e a concorrência possivelmente nunca foi tão estreita. Novas ferramentas comerciais podem ter permitido à Ambev usar marcas legadas (Skol, Brahma, Antarctica) para lidar com preços anteriormente ocupados apenas pela concorrência (também conhecido como segmento de valor). Isso poderia (i) forçar a concorrência a aceitar uma parcela de volume menor, (ii) forçar a concorrência a aceitar margens menores novamente ou (iii) permitir que a Ambev capture novamente algum poder de precificação. Do ponto de vista da maximização do ROIC, apostamos no último.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Ambev S/A (ABEV3)

Data	03/11/2021
Ticker	ABEV3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	17,4
Listagem	Tradicional

#### Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	273.197,01
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	411,54

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	23,1x	22,0x
EV/EBITDA	11,5x	10,5x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	2,2%
LTM (%)	47,0%



## Beer, near beer, Beyond beer... o mundo não é grande o suficiente?

Estimamos que a Ambev fará um EBITDA de R\$ 99 por hectolitro neste ano em cerveja Brasil. Isso é uma queda nominal de 30% em relação a 2015, depois que os custos dispararam, a receita média/hl perdeu para a inflação em 1,3p.p. por ano no período, e a Ambev iniciou um pipeline de inovação mais caro. A Ambev continua a se esforçar para expandir o escopo de seus negócios, incluindo (i) categorias *near beer* e *beyond beer*; (ii) reforçar o seu papel como prestador de serviços, principalmente através da BEES e Donus; e (iii) fomentar novas experiências de consumo e valor de marca por meio da inovação. Isso pode ter permitido que a cerveja atingisse a maior proporção de consumo já registrada. Para uma empresa que mais uma vez elegeu o ROIC como ferramenta de mensuração de valor, a aceleração da inflação da cerveja em outubro (+ 1,55% m/m, a segunda maior em pelo menos 60 meses) pode atestar quanto preço a Ambev está começando a captar. Dependendo do sucesso com que a Ambev acaba capturando maior valor por litro vendido agora que os volumes se recuperaram e a utilização da capacidade ultrapassou a marca histórica de 70%, podemos estar olhando novamente para uma história de “Buy and Hold”.

## Ainda não temos certeza se o “earnings power” (poder de manter a lucratividade) vai durar; Novo preço-alvo de R\$ 18; Mantemos o Neutro

Não deve ser uma coincidência que a Ambev foi capaz de maximizar a participação de mercado e os volumes em um trimestre que concorrência viu o início de uma transição complexa para um novo contrato de distribuição e alegações de restrições de capacidade de produção. Acreditamos que isso deve ter desempenhado um papel importante, sem ignorar o poder das novas iniciativas comerciais da Ambev, da inovação e do aprofundamento da mentalidade centrada no consumidor. A hora da verdade chegará dependendo de como os preços afetam a demanda e a participação de mercado no 4T em diante, especialmente à medida que a concorrência gradualmente reage com mais capacidade. Mas estamos dando o benefício da dúvida, pois presumimos que a Ambev aumentará mais ainda os preços no 4º trimestre e em 2022 do que antes, o que se traduz em estimativas de EBITDA 5% e 3% maiores para 2021 e 2022, respectivamente. Também estamos acima do consenso pela primeira vez em algum tempo. Nosso Neutro, entretanto, permanece por enquanto, já que a Ambev precisa de uma aceleração sustentável dos lucros para justificar o prêmio de ~ 14% em relação aos pares e históricos, apesar dos lucros de qualidade ainda mais baixos.

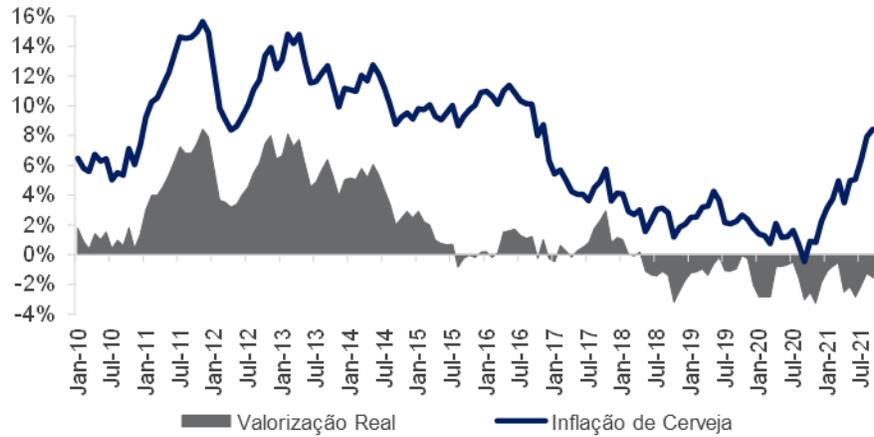
Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	32,2	28,6	27,9	25,9	29,0
EV/EBITDA	13,5	13,3	11,5	10,5	9,5
P/L	23,2	24,0	23,1	22,0	19,2
Dividend Yield %	2,7	2,8	3,0	4,7	5,1

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	52.600	58.379	71.378	76.378	81.886
EBITDA	21.147	21.592	22.356	24.390	26.836
Lucro Líquido	11.780	11.379	11.845	12.414	14.203
LPA (R\$)	0,75	0,72	0,75	0,79	0,90
DPA líquido (R\$)	0,50	0,44	0,52	0,81	0,89
Dívida Líquida/Caixa	8.853	13.998	16.973	16.973	16.973

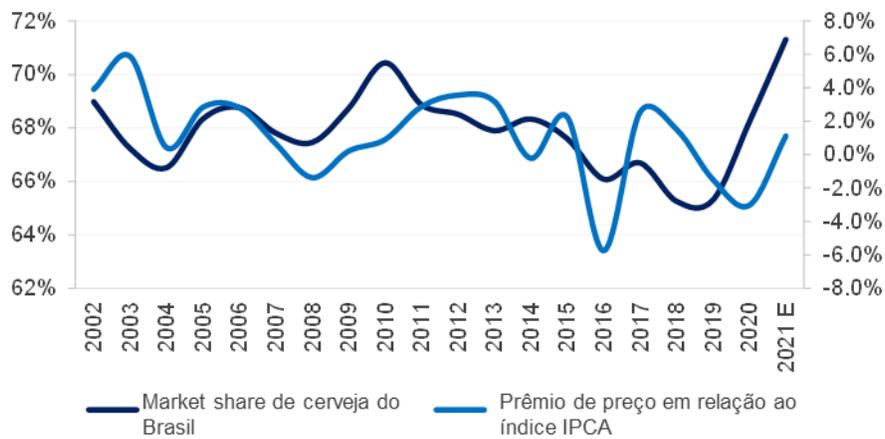
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 17,36, em 01 de Novembro de 2021.

**Gráfico 1: A inflação da cerveja acelerou em outubro (+ 1,55% m/m, a segunda maior em pelo menos 60 meses) e pode atestar quanto de preços a Ambev efetivamente implementou recentemente...**



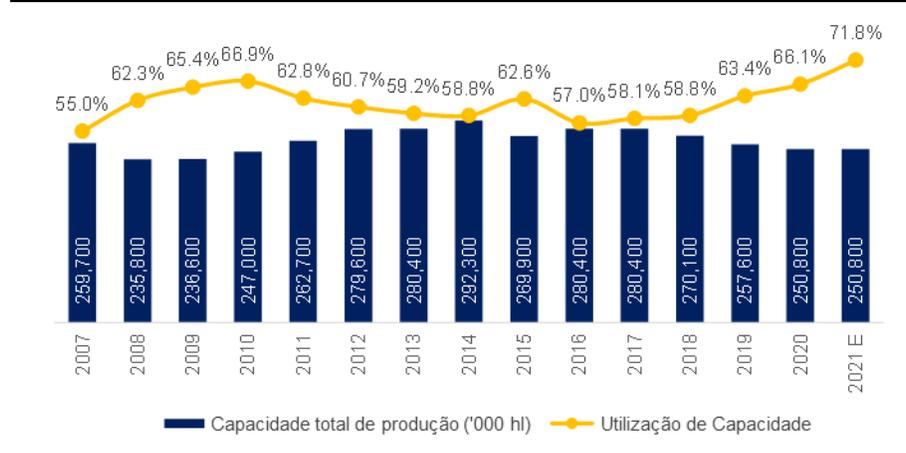
Fonte: IBGE / BTG Pactual

**Gráfico 2: ...o que também faria sentido considerando os ganhos de participação de mercado da Ambev, que historicamente precederam preços mais fortes**



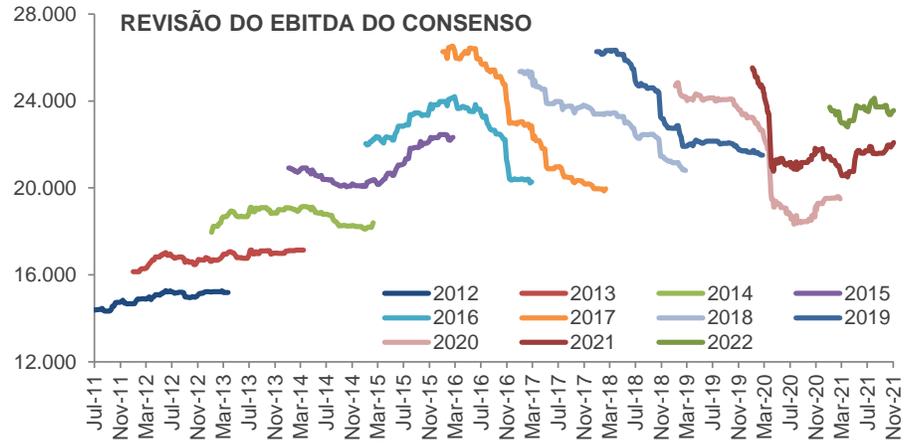
Fonte: Empresa / BTG Pactual

**Gráfico 3: Apesar de operar em um histórico de alta utilização de capacidade, a alavancagem operacional ainda não foi parcialmente acionada, já que novos empreendimentos continuam a pesar sobre as margens e as marcas legadas ocupam um preço relativo mais baixo no segmento de valor**

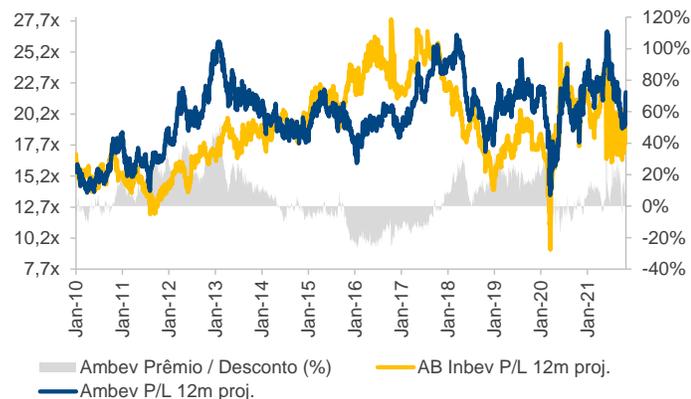


Fonte: Empresa / BTG Pactual

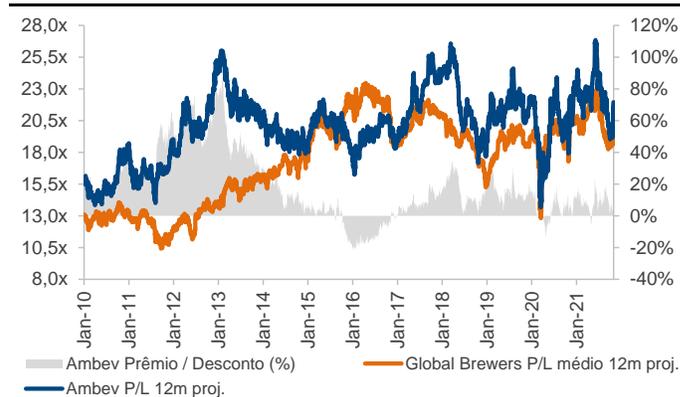
**Gráfico 5: Após expectativas constantemente decepcionantes, uma tão esperada elevação do EBITDA pelo consenso pode começar a ocorrer: nosso EBITDA de 2022 está 6% acima do consenso**



Fonte: Empresa / BTG Pactual

**Gráfico 6: A Ambev está negociando atualmente com um prêmio de 17% vs. ABI...**


Fonte: Bloomberg / BTG Pactual

**Gráfico 7: ... e prêmio de 14% vs. cervejarias globais**


Fonte: Bloomberg / BTG Pactual

**Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas**

(R\$ mi)	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita Líq.	71.478	65.343	9,4%	76.378	69.022	10,7%
EBITDA ajust.	22.356	21.355	4,7%	24.390	23.675	3,0%
Mg EBITDA ajust.	31,3%	32,7%	-1,4p,p	31,9%	34,3%	-2,4p,p
Lucro Líquido ajust.	11.845	10.623	11,5%	12.414	12.348	0,5%
Mg. Líquida ajust.	16,6%	16,3%	0,3p,p	16,3%	17,9%	-1,6p,p

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 2: Novas estimativas vs. consenso**

(R\$ mi)	2021E			2022E		
	BTGP	Cons.	Δ	BTGP	Cons.	Δ
Receita Líq.	71.478	69.261	3,2%	76.378	74.296	2,8%
EBITDA ajust.	22.356	22.004	1,6%	24.390	23.051	5,8%
Mg EBITDA ajust.	31,3%	31,8%	-0,5p,p	31,9%	31,0%	0,9p,p
Lucro Líquido ajust.	11.845	11.593	2,2%	12.414	12.087	2,7%
Mg. Líquida ajust.	16,6%	16,7%	-0,2p,p	16,3%	16,3%	0,0p,p

Fonte: Reuters / 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)