

Ambev

Mudança de Patamar

Raio-X

A Ambev atua no ramo de produção e distribuição de bebidas no Brasil e em outros 15 países na América. Sua atuação geográfica pode ser dividida entre Brasil (67% do volume em 2016), América Latina e Sul (21%), Caribe e América Central (6%), Canadá (6%). O principal produto da empresa hoje é a cerveja, inclusive no Brasil (cerveja Brasil foi ~50% do EBITDA total em 2016).

Mudança de patamar

O primeiro semestre de 2017 ainda foi desafiador para a Ambev, mesmo considerando a migração gradual dos indicadores econômicos para um cenário mais construtivo. Por conta de pressão ainda grande em custos (custos - "CPV" - por hectolitro subiram 7% no 1S17, sendo que o Brasil contribuiu com CPV/hl 19% maior), as margens permaneceram baixas: margem bruta caiu 4,2 p.p. no 1º semestre (em relação a 2016), para 60,2%, e a margem EBITDA caiu 4,6 p.p., para 38,6%. Além dos custos, os volumes também apresentaram variação pequena de um ano para o outro (+2% no 1S17), dado que indicadores como desemprego e renda disponível ainda estavam em recuperação. No entanto, o segundo semestre se iniciou com um cenário muito diferente: com indicadores econômicos apresentando melhora consistente e com os principais fatores de pressão de custo ficando para trás. Vale relembra que a grande pressão aconteceu por conta da proteção cambial, referente à forte desvalorização do Real no segundo semestre de 2015. Esse efeito do câmbio é sentido, na média, um ano depois. Assim, essa mudança de patamar dos indicadores pode dar um tom positivo para as ações nos próximos meses, a partir de quando os fundamentos refletirem esse cenário. Em conjunto com os fundamentos, a gradual diminuição na percepção de risco dos agentes torna o valor das ações ainda maior.

Retomada do aumento de preços e crescimento no segmento Premium

Historicamente o preço médio dos produtos da Ambev (medido pela receita por hectolitro) varia em linha ou acima da inflação. No entanto, abriu-se um gap entre 2016 e o primeiro de semestre de 2017, quando o reajuste ficou abaixo do IPCA e também da inflação de cerveja (2016: +3%; 1S17: -4%). Para o segundo semestre a expectativa é que os preços sejam reajustados acima da inflação, e que no longo prazo retomem a dinâmica antiga. Também há oportunidade de se considerarmos o mix ainda pouco concentrado em cervejas premium. Hoje essa categoria representa ~10% do total, enquanto globalmente esse número é ~30% na média. A penetração de cervejas premium ainda é pequena fora da região Sul/Sudeste, principalmente tendo em vista que a produção ainda é extremamente concentrada nessas regiões, o que torna a logística para as outras regiões mais desafiadora e custosa.

Avaliação

Hoje o papel negocia acima da média histórica em termos de múltiplos (tanto P/E como EV/EBITDA), e também negocia acima da média dos principais competidores globais. O consenso já embute queda no ritmo de crescimento dos custos no 2S17 e aumento das margens já em 2018. Acreditamos que a concretização de um cenário mais benigno (com pressão menor nos custos, indicadores econômicos positivos e aumento gradual na participação de mercado) possa desencadear revisões positivas e dar um tom positivo para as ações nos próximos meses. Para o médio/longo prazo, os fatores que acreditamos ter mais peso sobre a performance do papel são fatores estruturais, que exercem impacto sobre a bolsa como um todo (expectativa de juros, crescimento no longo prazo, etc.).

Neutro

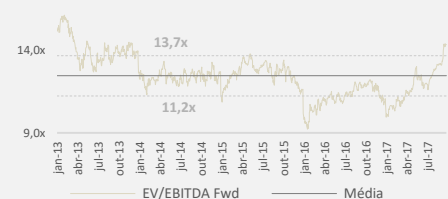
Preço Atual: R\$ 21,50
25-set-17

Celson Plácido, CNPI
(11) 3526-1866
celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI
(11) 3027-2285
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI
(11) 3526-1452
bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - ABEV3



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	14,3x	R\$ 21,50	-
Base	16,5x	R\$ 24,60	14% ↑
Ótimo	18,8x	R\$ 28,00	30% ↑
Stress	12,8x	R\$ 19,00	-12% ↓

Fontes: XP Investimentos

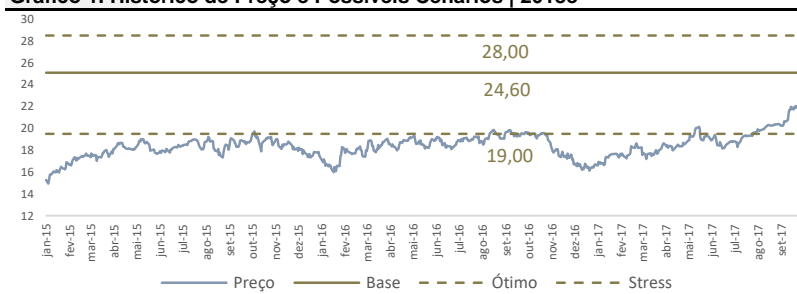
Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	29,4x	24,6x
EV/EBITDA	16,6x	14,3x
P/B	7,5x	7,3x
Dividend Yield*	3,4%	

Dívida Líq/EBITDA**

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários | 2018e



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 24,60 (+14%)

Nosso cenário base assume retomada dos volumes e redução drástica nos custos no 2S17, e também manutenção de prêmio sobre a inflação nos preços de cerveja no Brasil no longo prazo. Assume juros mais baixos, mas ainda acima dos 8% no longo prazo.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 28,00 (+30%)

Um cenário ótimo poderia se concretizar com a mudança em fatores estruturais (juros menores, PIB potencial maior, etc.), com precificação mais robusta dos produtos, exploração mais forte do mix.

CENÁRIO STRESS

R\$ 19,00 (-12%)

Esse cenário envolveria crescimento de volumes abaixo do esperado e redução menor que o esperado nos custos no 2S17. Além disso poderia se concretizar com piora na percepção de risco.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	46.720	45.603	47.631	52.119
Crescimento A/A		-2%	4%	9%
EBITDA	22.210	19.483	20.271	23.458
Crescimento A/A		-12%	4%	16%
Margem EBITDA	47,5%	42,7%	42,6%	45,0%
Lucro Líquido	13.236	11.949	11.513	14.300
Crescimento A/A		-10%	-4%	24%
Margem Líquida	28,3%	26,2%	24,2%	27,4%

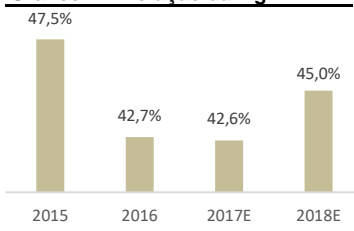
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquida	-3.822
Ações em Circulação	15.701
Market Capitalization	337.574
Performance da Ação	
Últ. Semana	0%
Últ. Mês	8%
Acumulada Ano	33%
Últimos 12 Meses	13%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Recuperação da Economia e percepção de risco.

O Brasil representa a grande maioria dos volumes da empresa e um pouco mais da metade do EBITDA. Nosso cenário base assume recuperação dos volumes no segundo semestre, em função de melhora em indicadores como confiança e renda disponível. Fatores estruturais devem ser os grandes catalisadores para os papéis e para a bolsa como um todo. Assim, expectativa de juros mais baixos e medidas que permitam crescimento sustentável da economia deverão ser os grandes propulsores.

2. Custos menores.

A grande desvalorização do Real durante o segundo semestre de 2015 e início de 2016 foi fortemente responsável pelo salto nos custos nos últimos 12 meses. Por conta da política de proteção (hedge) da empresa, os impactos dessa desvalorização foram sentidos 1 ano depois. No 2S17, a expectativa é que os custos caiam drasticamente na comparação anual (para crescimento próximo de 5% em relação ao 2S16).

3. Precificação.

A precificação dos produtos é um fator importante para o preço das ações. A retomada da precificação para níveis históricos (prêmio sobre a inflação) pode ser um catalisador.

RISCOS

1. Competição.

A Ambev ainda é líder de mercado com certa folga. No entanto, isso não impede que a concorrência se torne um obstáculo mais desafiador, como aconteceu em 2016. Guerra de preços e outros movimentos devem ser constantemente monitorados.

2. Impostos.

Com a situação delicada dos estados brasileiros, não se pode descartar o risco de aumento de impostos. No entanto, também atribuímos probabilidade menor a esse cenário, visto que o efeito líquido (do aumento de arrecadação ajustado pela queda de volume) pode ser até negativo.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.
- 15) O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.
- 16) O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.
- 17) O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.