

Ambev

2T23. Hora de revisar as projeções.



Neutra

R\$ 16,50

Preço-justo
(#ABEV3)

O resultado do 2T23 apresentado pela Ambev ilustrou um cenário mais desafiador para o segmento de Cerveja Brasil, antes responsável por mitigar boa parte dos desafios observados nas demais regiões de atuação da companhia. A queda nos volumes foi perceptível e a Ambev carece de uma demanda explosiva como observado na reabertura pós-pandemia. O cenário de menores volumes, combinado com as ameaças de perda de benefícios fiscais com a iminência da Reforma Tributária, trazem como consequência uma cautela adicional sobre o futuro da Ambev. Revisamos nossas projeções considerando esses e outros fatores e **temos agora uma visão Neutra sobre as ações ABEV3, além de um novo preço-justo de R\$ 16,50**, perfazendo um P/L projetado para 2024 de 15,6x.

A receita líquida da Ambev chegou a R\$ 18,898 bilhões no segundo trimestre de 2023, uma variação reportada de +5,1% e (orgânica de +20,0%) frente ao observado no mesmo período de 2022. O EBITDA Ajustado, por outro lado, apresentou queda na comparação reportada (-4,7%) passando de R\$ R\$ 5.538 bi para R\$ 5,275 bi, apesar do crescimento orgânico de 34,2%. A variação se deu por uma margem 2,9 p.p. menor (30,8% → 27,9%). O lucro líquido ajustado acompanhou a tendência de queda e chegou a R\$ 2,681 bi (13,1% menor do que os R\$ 3,085 bi observados no 2T22). Nos últimos 12 meses o LPA ajustado chegou a R\$ 0,91, levando ABEV3 a um múltiplo P/L de 16,5x.

Destaques Positivos – I) Mais um trimestre com crescimento de cerca de 35% no volume das marcas Premium e Super Premium em Cerveja Brasil, com ganho de market share; **II)** Aumento da Receita Líquida/hl reportada (+7,4%) em ritmo superior do CPV/hl consolidado (+5,1%), aliviando a margem bruta (47,9% → 49,0%), apesar da queda de 1,7 p.p. vs 1T23, quando estava em 50,7%; **III)** Geração de Fluxo de Caixa Operacional robusta, sendo de R\$ 3,415 bilhões (+55,1% vs os R\$ 2,2 bilhões gerados no 2T22).

Destaques Negativos – I) Contínua deterioração do resultado financeiro líquido devido a maiores despesas com juros e perdas com derivativos, que além de outros efeitos trouxeram um impacto negativo de R\$ 1,073 bilhão ao resultado; **II)** Fraco desempenho na América Latina Sul (LAS) que apresentou queda de 7,4% no EBITDA mesmo com volumes 0,6% maiores e um CPV/hl 2,8% menor; **III)** Retração na margem EBITDA (30,8% no 2T22 → 27,9% no 2T23), com queda também registrada vs 1T23 (-2,8 p.p.); **IV)** Queda de 8% no MAU (Número de Usuários Ativos Mensais) no aplicativo do Zé Delivery (5,0 → 4,6 milhões) vs 1T23.

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	2T23	2T22	vs 2T22*	Est 2T23 AR
Receita Líquida	18.898	17.989	+5,1%	20.174
Margem Bruta	49,0%	47,9%	+1,1 p.p.	49,2%
EBITDA Ajust.	5.275	5.538	-4,7%	5.850
Margem EBITDA	27,9%	30,8%	+1,4 p.p.	29,0%
Lucro Líquido Aj.	2.681	3.085	-13,%	2.722
Dívida / EBITDA	-0,4x	-0,5x	+0,1x	-0,4x

Preço / Lucro

16,5x

EV/EBITDA

9,2x

Dividend Yield

5,2%

Dívida Líquida / EBITDA

-0,4X

*Variação % reportada. Crescimento orgânico detalhado no relatório.

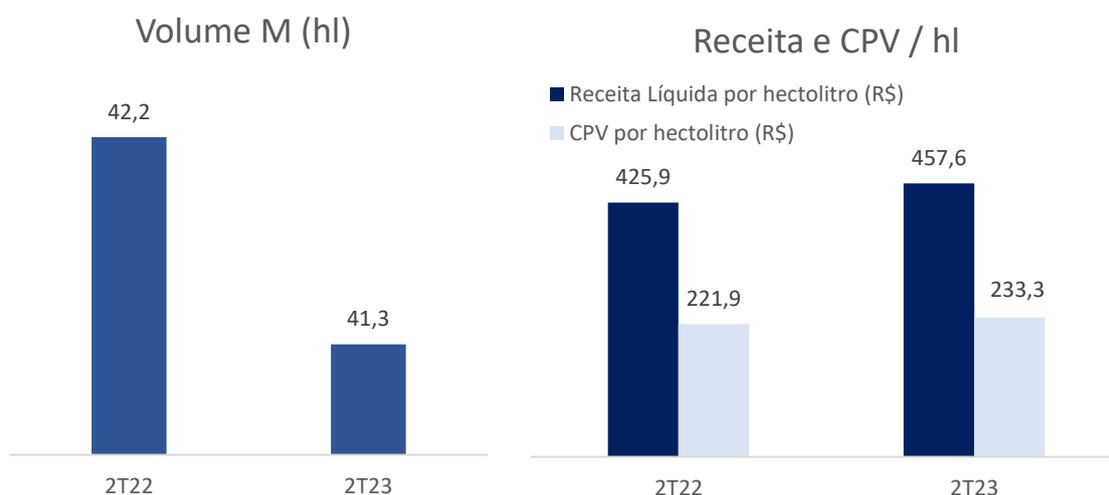
O que achamos do resultado? – A Ambev apresentou no 2T23 um desempenho que retrata um cenário mais desafiador, sobretudo, por menores volumes consolidados (-2,2%). Diante dos números apresentados, é notável que a forte demanda observada em 2022, motivada pela reabertura pós-pandemia, apresentou um arrefecimento. Esperávamos um benefício maior da queda de custos nas matérias-primas, o que nos traz alguma decepção para a redução de apenas 5,1% no CPV/hl que vimos no 2T23.

À exceção da região da América Latina Sul (LAS), que viu seus volumes crescerem 0,6%, todos os demais apresentaram retração: Cerveja Brasil -2,5; NAB Brasil -2,2%; América Central e Caribe (CAC) -2,8% e Canadá -6,2%. Apesar da retração ter sido compensada por uma melhor Receita Líquida/hl e uma menor pressão de custos, a Ambev não conseguiu registrar um crescimento em todas as linhas do resultado.

Observamos que o principal ofensor foi seu resultado financeiro, que evidenciou mais uma perda bilionária, acumulando um efeito negativo de R\$ 2,071 bilhões nos primeiros 6 meses de 2023, um montante que, se apresentasse um efeito neutro, poderia permitir um lucro líquido 33% maior no período. No 2T23 a perda se deve principalmente aos custos de carregamento de hedge relacionados à exposição cambial de US\$ 428,3 milhões na Argentina, com custo de carregamento bastante indesejado de aproximadamente 114%.

Apesar do resultado, a Ambev foi capaz de proporcionar uma robusta geração de caixa no período (+55,1% vs 2T22) devido principalmente à redução de estoques em embalagens e matérias primas. Outro fator que impulsionou o resultado foi a alíquota de impostos efetiva, negativa em 9,5% (vs +13,4% no 2T22), fruto de um efeito considerável de R\$ 820 milhões de dedutibilidade de juros sobre o capital próprio. Apesar de positivo, julgamos este um efeito que dificilmente será perpetuado diante das incertezas acerca da continuidade dos benefícios de JCP no Brasil.

Imagem 1 Evolução das métricas de volume, receita e custo do produto vendido por hectolitro nos últimos trimestres.



Fonte: Demonstrações Financeiras Ambev; Elaborado por: Alkin Research

O que esperar para os próximos trimestres? – Apesar da recomposição da margem ser algo esperado para os próximos resultados da companhia, acreditamos que a recuperação deve ser lenta, e já tem seu potencial precificado pelo mercado diante do conhecimento acerca dos preços de insumos.

Há de se exaltar a atualização do guidance da Ambev para seu CPV/hl para Cerveja Brasil para 2023, que passou de um intervalo projetado de aumento 6,0%~9,9% para +2,5%~5,5%, tendo em vista que determinados fatores como os preços de commodities não protegidas por hedge, o mix de produtos e a performance operacional da Ambev, estão melhores do que o esperado pela diretoria.

Entretanto, estamos mais cautelosos sobre o futuro da companhia, o que nos levou a revisar nosso preço-justo de R\$ 18,30 para R\$ 16,50 e rebaixar a recomendação de Compra para Neutra.

Nossa cautela e projeção levemente abaixo do consenso se dá por quatro elementos principais, sendo: **I)** Perda de força nos volumes no segmento de Cerveja Brasil, que sustentou boa parte do resultado da companhia enquanto as demais regiões encontravam dificuldades; **II)** Riscos atrelados à Reforma Tributária no Brasil, que podem afetar consideravelmente os benefícios fiscais atualmente capturados, principalmente por JCP; **III)** Exposição indesejada ao momento macroeconômico desafiador na Argentina, que não apresenta qualquer perspectiva de reversão e tem se mostrado bastante oneroso aos resultados consolidados da companhia e; **IV)** Aumento da concorrência, que pode se intensificar diante do cenário com: Menores volumes; Benefício para players menores no atual cenário de menores custos de insumos e; Necessidade da Ambev de acelerar o reajuste de preços para recompor a margem perdida nos últimos anos, o que pode ocasionar perda de market share.

Esperamos agora, para 2023: Receita Líquida de R\$ 82,126 bilhões; EBITDA de R\$ 24,637 (margem 30%) e um Lucro Líquido de R\$ 13,140 bilhões (margem 16%). Para 2024, os números projetados em nosso modelo são: Receita Líquida: R\$ 86,478 bilhões (crescimento de 5,3%); EBITDA: R\$ 27,586 bilhões (margem 31,9%) e Lucro Líquido de R\$ 14,528 bilhões (margem 16,8%). Sob o preço atual, as ações da Ambev negociam a um múltiplo P/L de 17,24x sobre as projeções para 2023 e 15,60x para 2024.

Disclaimer

Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.

Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 20 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM 20, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.

De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório, ao ser titular de algum dos valores mobiliários citados neste relatório, o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Resolução CVM 20, Artigo 13.

Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais rerepresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.

A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.

Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.

Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.