

Ambev

3T23. Voltando a dar alegrias.



Neutra

R\$ 16,50

Preço-justo
(#ABEV3)

O resultado do 3T23 apresentado pela Ambev voltou a trazer alegrias para os acionistas da empresa, com surpresas consideráveis frente as expectativas do mercado. O segmento de Cerveja Brasil continuou a sustentar os resultados com avanço na premiunização apesar da queda nos volumes. Por outro lado, LAS e Canadá mantiveram a decepção já observada nos últimos trimestres. Apesar do bom desempenho, seguimos com alguns pontos de alerta para a Ambev, sobretudo na incerteza da resposta da demanda sobre o iminente repasse de preços e também pelo risco de um menor benefício tributário com a atual postura do governo para aumentar a arrecadação. Mantemos nossa recomendação **Neutra sobre as ações ABEV3, além de um novo preço-justo de R\$ 16,50.**

A receita líquida da Ambev chegou a R\$ 20,317 bilhões no 3º trimestre de 2023, uma variação reportada de -1,3% e (orgânica de +19,3%) frente ao observado no mesmo período de 2022. O EBITDA Ajustado se mostrou um grande destaque, avançando 17,6% na comparação reportada, passando de R\$ 5,600 bi para R\$ 6,584 bi, com um crescimento orgânico ainda maior, de 43,7%. A variação foi sustentada por uma margem notavelmente superior, passando de 27,2% para 32,4%. O lucro líquido ajustado voltou a surpreender. Diferente da queda observada no 2T23, o resultado ajustado do 3T23 foi de R\$ 4,039 bilhões – um crescimento de 25,1%. Nos últimos 12 meses o LPA ajustado chegou a R\$ 0,91, levando ABEV3 a um múltiplo P/L de 12,6x.

Destaques Positivos – I) Mais um trimestre com crescimento de duplo dígito (~10%) no volume das marcas Premium e Super Premium em Cerveja Brasil, com ganho de market share; **II)** Aumento da Receita Líquida/hl reportada (+21,7%) em ritmo superior do CPV/hl consolidado (+16,8%), aliviando a margem bruta (48,3% → 49,7%); **III)** Geração de Fluxo de Caixa Operacional robusta, sendo de R\$ 7,923 bi (+29,7% vs R\$ 6,1 bi do 3T22); **IV)** Recuperação parcial no MAU (Número de Usuários Ativos Mensais) no aplicativo do Zé Delivery - agora em 4,7 M - após queda do 1T23 (5,0 M) para o 2T23 (4,6 M); **V)** Recuperação de volumes em NAB BR (+2,8%) e CAC (+13,6%) e; **V)** Evolução no resultado financeiro líquido (-R\$ 1,251 bi → -R\$ 0,838 bi) devido a menores perdas com derivativos.

Destaques Negativos – I) Retração anual nos volumes em Cerveja Brasil (-1,1%), LAS (-9,4%) e Canadá (-13,1%), impactando o volume consolidado em -2,0%; **II)** Fraco desempenho na América Latina Sul (LAS) e Canadá que apresentaram uma queda de respectivamente 8,4% e 6,1% no EBITDA mesmo com um CPV/hl 4,3% e 6,2% menores.

Desempenho Financeiro & Estimativas

R\$ M	3T23	3T22	vs 3T22*	Est 3T23 AR
Receita Líquida	20.317	20.587	-1,3%	20.948
Margem Bruta	49,7%	48,3%	+1,1 p.p.	49,8%
EBITDA Ajust.	6.584	5.600	+17,6%	6.326
Margem EBITDA	32,4%	27,2%	+5,2 p.p.	30,2%
Lucro Líquido Aj.	4.039	3.230	+25,1%	3.519
Dívida / EBITDA	-0,6x	-0,7x	+0,1x	-0,6x

Preço / Lucro

12,6x

EV/EBITDA

7,2x

Dividend Yield

5,2%

Dívida Líquida / EBITDA

-0,6X

*Variação % reportada. Crescimento orgânico detalhado no relatório.

O que achamos do resultado? – Conforme projetamos em nosso último relatório, a Ambev apresentou no 3T23 a tão aguardada recuperação de suas margens. Apesar de um volume ainda menor na comparação anual (45,3 vs 46,3 milhões de hectolitros no mesmo período do ano anterior), a empresa foi capaz de apresentar uma notável evolução comparativa nas demais linhas do resultado, vide EBITDA e lucro líquido avançando a duplo dígito vs 3T22.

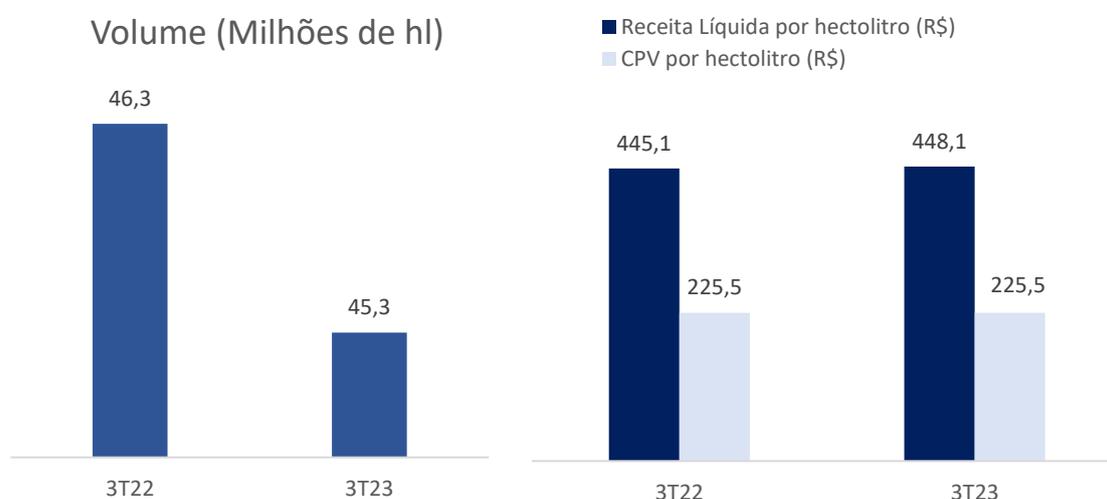
Atribuímos a evolução no desempenho da Ambev a 4 fatores principais, sendo: **I)** Arrefecimento no câmbio; **II)** Menores preços de commodities (sobretudo alumínio) aliviando a pressão de custos; **III)** Desempenho robusto do segmento de cerveja Brasil, mais uma vez impulsionando o resultado a partir de um crescimento acima de 10% (superior à indústria) nos segmentos Premium e Super Premium e; **IV)** Maior eficiência em despesas de distribuição e administrativas, onde o SG&A passou a representar 27,8% da receita líquida, ante 30,2% observados no 3T22.

Ampliando a análise para o passado recente de Ambev, notamos uma performance aplausível. A receita líquida teve seu 13º trimestre consecutivo de crescimento de dois dígitos e o EBITDA Ajustado chegou a 7 trimestres de crescimento à frente da inflação desde o 1T21, sendo o 3T23 o 4º trimestre seguido de expansão das margens bruta e EBITDA Ajustado. Uma performance que se dá mesmo em meio a um cenário macro desafiador, pelo qual a Ambev permanece virtualmente blindada em função de sua posição de caixa líquido e estrutura de capital de giro favorável.

O resultado financeiro, que também foi um grande ofensor nos últimos resultados da Ambev, apresentou alívio após redução das posições de hedge (impacto negativo de derivativos passando de R\$ 1,1 bi no 3T22 para R\$ 0,5 bi no 3T23). Apesar de ainda ser observado um efeito de R\$ 838 milhões impactando negativamente o resultado, precisamos destacar a melhora vs R\$ 1,2 bilhão registrados no mesmo período de 2022.

Entretanto, a Ambev ainda conta com um cenário desafiador em LAS e Canadá. Com volumes respectivamente 9,8% e 13,1% menores, as regiões continuaram a deteriorar o resultado consolidado diante de uma demanda arrefecida e situação econômica turbulenta na Argentina. Embora insuficiente para compensar os desafios nas demais regiões, o grupo formado por América Central e Caribe (CAC) apresentou um crescimento de 13,6% nos volumes e 46,6% em seu EBITDA reportado em uma recuperação impulsionada pela República Dominicana.

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 de um ótimo resultado no 3T23, os próximos trimestres da Ambev devem carregar algumas incertezas, sobretudo nas regiões LAS e Canadá, pelos motivos já destacados. É de se esperar também que a companhia inicie o repasse de preços, o que pode impactar a demanda atualmente observada e o mix capturado (e consequentemente as margens) no volume vendido.

Nossa cautela segue pautada por três elementos principais, sendo:

- I) **Impostos** - A Ambev possui uma alíquota efetiva de impostos significativamente baixa (1,1% no 3T23), o que eleva o questionamento sobre a sustentabilidade desse patamar em um momento que o governo busca incessantemente aumentar sua arrecadação. Riscos atrelados à Reforma Tributária no Brasil também podem afetar consideravelmente os benefícios fiscais atualmente capturados pela companhia (incluindo JCP);
- II) **Argentina** - 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 Ambev e;
- III) **Concorrência** – Vemos alguns motivos pelos quais a concorrência no segmento de bebidas pode se intensificar, tais como: O atual patamar reduzido de 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.

Apesar da surpresa agradável no 3T23, os fatores acima descritos ancoram nossa cautela sobre o curto e médio prazo da companhia. Gostaríamos ver tais riscos se dissipando, assim como a recorrência de bons resultados antes de rever nossa recomendação. Seguimos, portanto, com a recomendação Neutra, vislumbrando um preço-justo de R\$ 16,50 por ação ABEV3. Esperamos uma reação positiva do mercado no pregão subsequente à divulgação.

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.