



Ambev | ABEV3

Compra

Um brinde ao *upside*

Estamos reiterando nossa recomendação de **COMPRA** para as ações da **Ambev (ABEV3)**, atualizando nosso preço-alvo para **R\$ 16,60/ação**, implicando em um *upside* de, aproximadamente, 43%. Em termos de produção de bebidas Brasil, esperamos um *momentum* mais favorável neste 2S24, beneficiando, marginalmente, os segmentos de bebidas não alcoólicas e bebidas alcoólicas de *ticket* médio menor, linhas como *core* e *core plus*. O setor segue bem resiliente olhando para o mercado global, com uma mudança de consumo observada no pós pandemia, com a dinâmica de consumo em bares e restaurantes ainda em processo de recuperação, enquanto o consumo em casa apresenta um desempenho mais sólido. Observamos uma janela favorável também para a recuperação de rentabilidade da Ambev, dado um cenário de queda nas principais *commodities* do setor. Por outro lado, o ambiente macroeconômico e comercial em regiões como LAS e Canadá ainda não são otimistas, além do cenário mais pressionado em termos de competitividade, com Heineken pressionando. No entanto, mantemos a visão de que as ações da Ambev apresentam um potencial de valorização confortável, negociando, na média, 25% abaixo de seus pares em termos de P/E e entregando um ROE superior.

Resumo

Produção de bebidas sinalizando avanços para o 2S24. A produção de bebidas no Brasil está para iniciar seu ciclo de alta visto no segundo semestre. Em bebidas não alcoólicas, devemos ver um desempenho marginalmente superior, como observado nos últimos meses, porém, bebidas alcoólicas deve apresentar um bom desempenho também, em especial em marcas com *ticket* médio menor, porém, sem que marcas *premium* fiquem para trás.

Setor bem consolidado, com baixo ritmo de crescimento e demanda resiliente. Em cervejas, a receita *at home* (consumo dentro dos lares) apresenta um movimento mais estável, inclusive, se mostrou resiliente ao longo da pandemia da COVID-19. Do lado do *out of home* (consumo em bares e restaurantes) já observamos uma queda mais acentuada em 2020 e que, até hoje, ainda não recuperou em sua totalidade. Observamos também que o setor apresenta pouco espaço para crescimento, com ritmos mais lentos e *market share* bem diversificado em termos de consumo para a maioria dos países.

Ambiente internacional pressionado e ameaça Heineken cada vez mais presente. A Ambev apresenta um perfil sólido de distribuição de bebidas. Neste sentido, com o cenário para bebidas Brasil apresentando tração no 2S24, a empresa deve se favorecer. Porém, no ambiente internacional, vemos como os maiores desafios as regiões de LAS e Canadá, com o primeiro muito sensível ao mercado argentino, enquanto o segundo enfrenta desafios comerciais. Já na região CAC enxergamos um desempenho resiliente, com maior diversificação geográfica, margens mais saudáveis e desempenho comercial mais sólido. Em termos competitivos, a Heineken vem apresentando um melhor desempenho global, com melhor precificação e maiores volumes, além de maior participação geográfica. A Ambev conta com 59% do *share* Brasil, enquanto que a Heineken se aproxima, atingindo 25%, aproximadamente.

Commodities em ciclo de queda. Com o cenário para as *commodities* em queda, observamos um janela favorável para a Ambev recuperar parte de sua rentabilidade com custos menores. Esperamos um avanço na margem bruta da empresa, mas ainda tímido, dado os desafios operacionais que a companhia enfrenta em regiões como LAS e Canadá. No mais, acreditamos que a companhia deve apresentar um novo patamar de rentabilidade como sua normalidade, mais baixo do que seu histórico, demonstrando os desafios competitivos da Ambev no ambiente atual.

Valuation segue atrativo. Atualizamos nosso modelo incorporando nossas premissas e considerando a “MP das subvenções” e, com isso, reduzimos nosso preço-alvo para R\$ 16,60/ação, um *upside* de, aproximadamente, 43%. Além disso, vemos que a companhia negocia 25% abaixo de seus principais *peers* em termos de P/E, porém, entrega um ROE superior a maioria. Assim, seguimos com recomendação de COMPRA para suas ações.

Abra Sua Conta

ABEV3			
Valor de mercado (R\$ mi)	R\$	183.374,6	
Últ. preço	R\$	11,64	
Preço-alvo	R\$	16,60	
Potencial		42,6%	
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	12,7x	11,9x	14,8x
Ev/Ebitda	6,3x	5,9x	8,2x
P/VPA	2,2x	2,1x	2,5x
Oscilação	30d	12m	2024
ABEV3	3,6%	-16,9%	-15,2%
Ibov	8,1%	9,9%	-3,6%
Comps	2023	2024	2025
ROE	18,7%	17,0%	17,3%
ROIC	35,7%	30,1%	30,4%
Alavancagem	-0,5x	-0,6x	-0,6x

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research
research@ativainvestimentos.com.br

Pedro Serra, CNPI
pedro.serra@ativainvestimentos.com.br

Lucas Dias
lucas.dias@ativainvestimentos.com.br

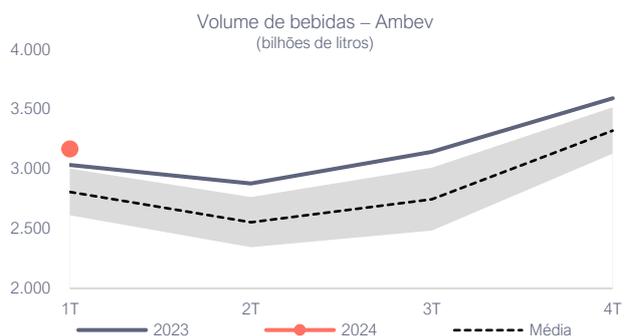
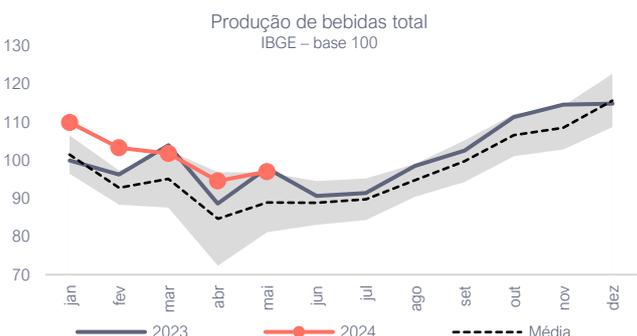
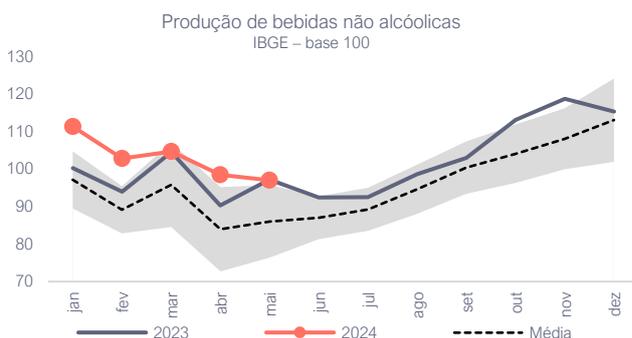
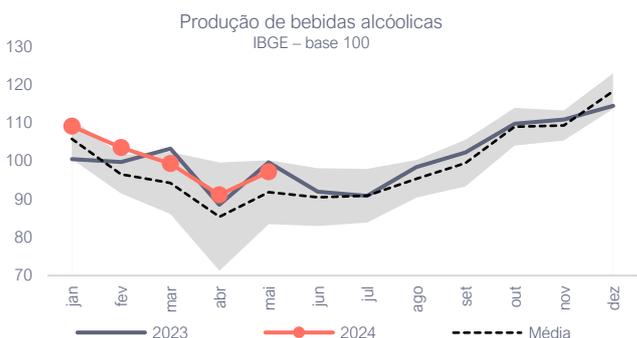
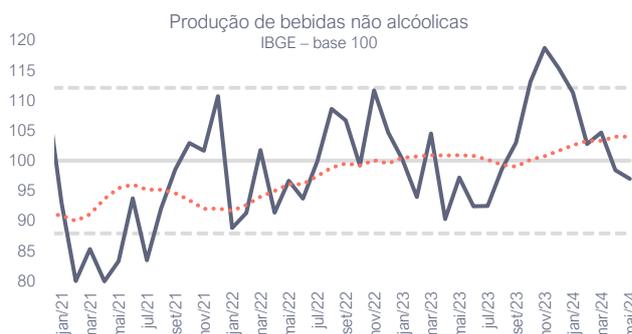
Victor Nishioka
victor.nishioka@ativainvestimentos.com.br

Ambev | ABEV3

Produção de bebidas Brasil estável, sinalizando avanços para o 2S24

A produção de bebidas no Brasil está para iniciar seu ciclo de alta, sazonalmente observado no segundo semestre. Tanto em bebidas alcoólicas, quanto não alcoólicas, os volumes seguem em linha ano contra ano. Em bebidas não alcoólicas, devemos ver um desempenho marginalmente superior, como observado nos últimos meses. Em bebidas alcoólicas, observamos um bom desempenho dos segmentos *premium* e *super premium* (marcas de maior valor agregado), especialmente nas marcas da Ambev (Corona, Becks, Stella Artois, Spaten e Original), assim como das marcas *core* e *core plus* (Brahma, Brahma Duplo Malte, Skol e Budweiser), que apresentou ganhos mais acelerados de *market share* no último trimestre.

Em nossa visão, devemos observar uma melhor dinâmica nos resultados do 2S24, enquanto que os resultados do 2T24 ainda devem apresentar alguma pressão, principalmente olhando para o desempenho mais fraco de abril e junho. Acreditamos na perenidade do setor, mesmo que seja sensível ao momento econômico, e, olhando para a Ambev, enxergamos sua solidez no setor como uma vantagem competitiva.



Ambev | ABEV3

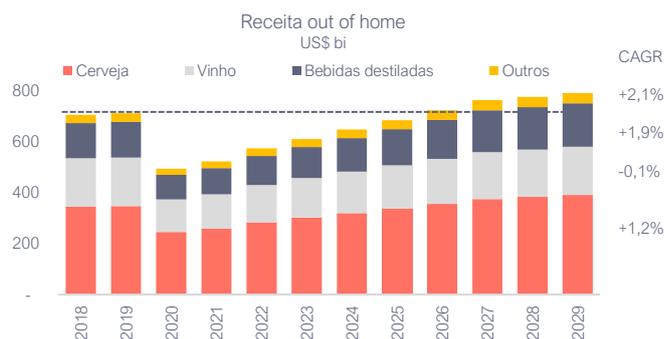
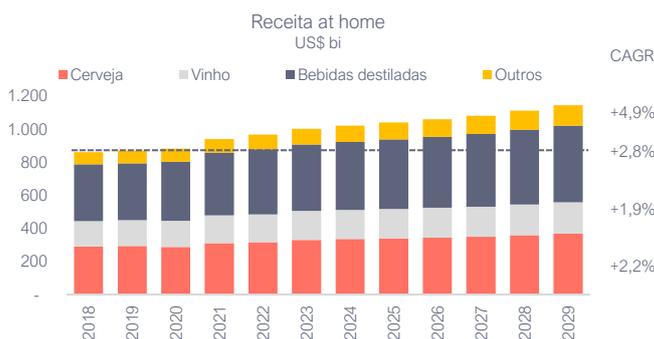
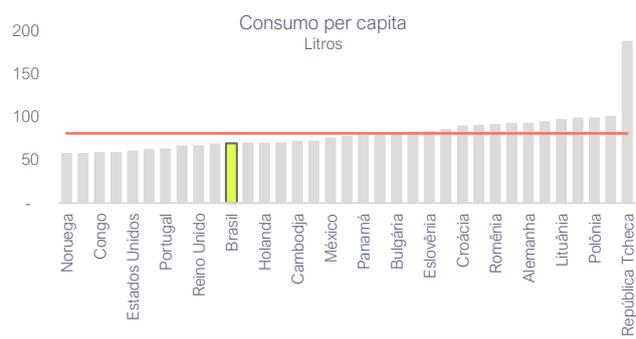
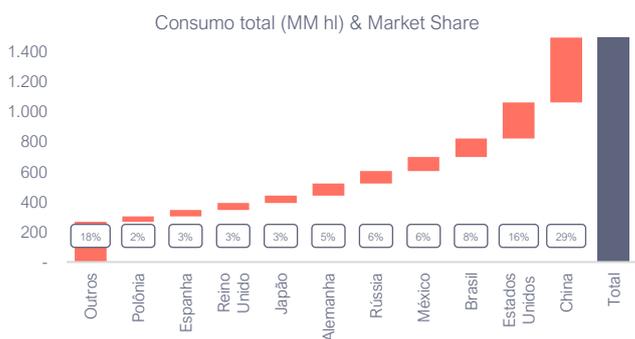
Mercado global de bebidas alcoólicas

De olho no mercado global, o Brasil se classifica em terceiro lugar em consumo total, com 8% do *market share*, atrás apenas de China e EUA. Quando olhamos para o consumo per capita, o Brasil apresenta um consumo médio de 69 litros por ano, na vigésima quinta posição, marginalmente abaixo da média, que é puxada para cima com o forte consumo visto na República Tcheca.

Demanda

Em cervejas, a receita *at home* apresenta um movimento mais estável, inclusive, se mostrou resiliente ao longo da pandemia da COVID-19. Do lado do *out of home* já observamos uma queda em 2020 e o ponto mais importante é o de que as receitas ainda estão se recuperando, de forma bem mais lenta. Entendemos que isto está relacionado com os hábitos mais saudáveis da população pós pandemia, desacelerando o consumo em bares e restaurantes, visto pelo CAGR em cada modalidade. O vinho segue mais consolidado, enquanto que observamos um aumento mais significativo em outras bebidas destiladas (cachaça, vodca, tequila, rum, whisky, licor, conhaque, gin e outras bebidas semelhantes), demonstrando uma maior popularidade neste tipo de bebida. No entanto, o que mais percebemos nestes gráficos é a consolidação do setor no mundo, apresentando pouco espaço para crescimento ou grandes inovações.

Em nossa visão, a Ambev se encaixa no mercado pela ótica de manutenção de seu posicionamento atual, dado as poucas vias de crescimento que observamos. Dito isto, não esperamos crescimentos superiores à inflação em termos de precificação, além de não enxergamos que sua margem bruta consolidada volte a patamares pré pandemia, ou seja, próximo ou acima de 60%.



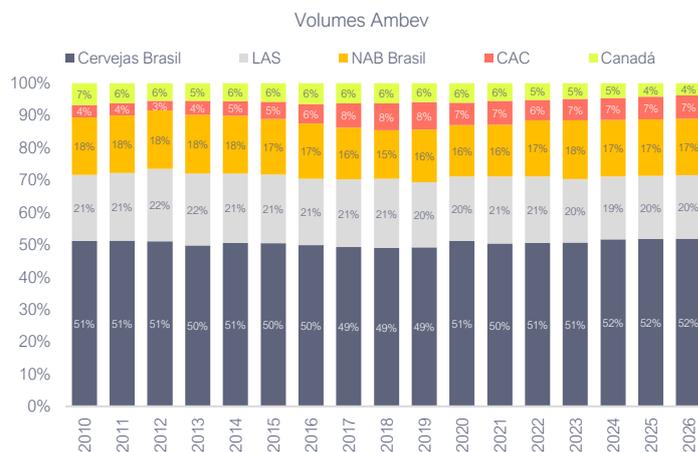
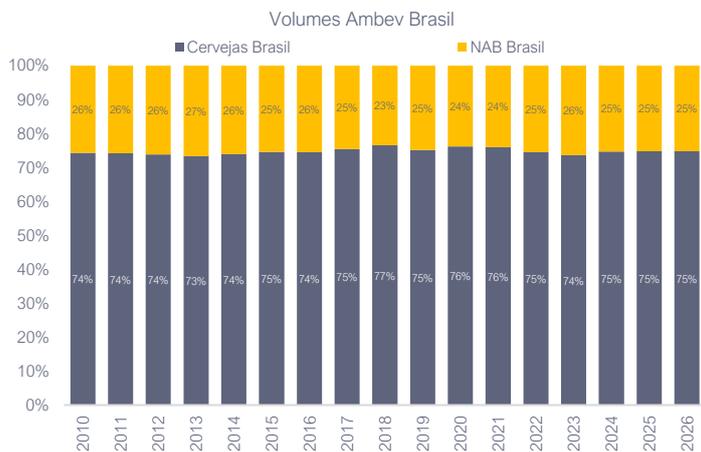
Ambev | ABEV3

Perfil de distribuição da Ambev segue estável, mas ameaça Heineken é persistente

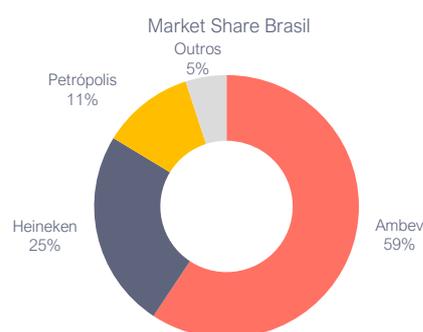
Independente do cenário macroeconômico, a Ambev apresenta um perfil sólido de distribuição de bebidas, tendo com seu *core business* o mercado de cervejas Brasil. Neste sentido, como mencionamos anteriormente, o cenário para bebidas Brasil deve apresentar uma tração no 2S24, favorecendo o mercado doméstico da Ambev. No ambiente internacional, vemos como os maiores desafios a região de LAS e o Canadá, com o primeiro ainda muito sensível ao mercado argentino, enquanto o segundo ainda enfrenta desafios comerciais. Já na região CAC enxergamos um desempenho resiliente, com maior diversificação geográfica, margens mais saudáveis e desempenho comercial mais sólido.

Em termos competitivos, a Heineken vem apresentando um melhor desempenho globalmente, com melhor precificação do ponto de vista de *top line* e maiores volumes, além de significativamente maior participação geográfica. Nas américas, a companhia segue com o objetivo de capturar *market share*, com, aproximadamente, 25% no Brasil, ainda afastado da Ambev, com, aproximadamente, 59%, porém, em ampla expansão.

Em nossa visão, a Ambev, embora considerada uma gigante do setor, vem enfrentando dificuldades em rentabilidade, fruto dos desafios em precificação com a concorrência apertando, além das adversidades no exterior. Reconhecemos as dificuldades operacionais que a empresa enfrenta, porém, ainda acreditamos que existe espaço para a geração de valor, dado sua liderança de mercado, resiliência, oportunidade de recuperação de rentabilidade e *valuation* depreciado (comentaremos sobre mais adiante).



Heineken vs Ambev	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Volume Heineken - MM hl	188	200	218	234	241	222	231	257	243
Δ%yoy		6%	9%	7%	3%	-8%	4%	11%	-6%
Receita líquida - MM USD	22.597	22.935	24.943	26.420	26.777	22.640	25.873	30.216	32.833
Δ%yoy		1%	9%	6%	1%	-15%	14%	17%	9%
Preço USD/HL	120	115	114	113	111	102	112	118	135
Δ%yoy		-4%	0%	-1%	-2%	-8%	10%	5%	15%
Volume Ambev - MM hl	169	160	163	159	163	166	180	186	184
Δ%yoy		-5%	2%	-3%	3%	2%	9%	3%	-1%
Receita líquida - MM USD	13.782	13.212	14.975	13.647	13.220	11.147	13.460	15.532	16.022
Δ%yoy		-4%	13%	-9%	-3%	-16%	21%	15%	3%
Preço USD/HL	82	83	92	86	81	67	75	84	87
Δ%yoy		1%	11%	-7%	-6%	-17%	11%	12%	4%

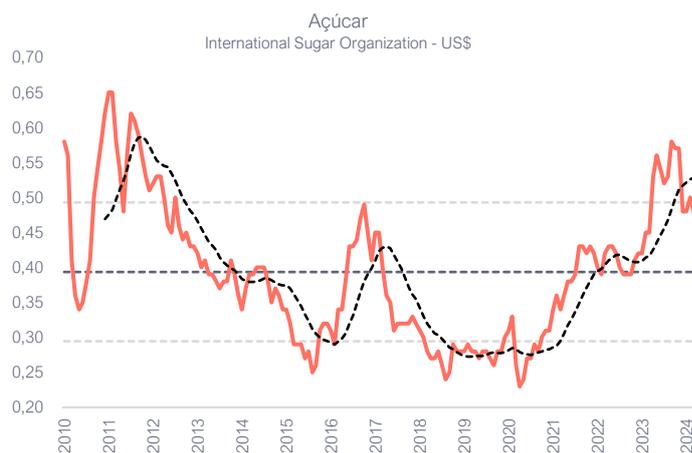
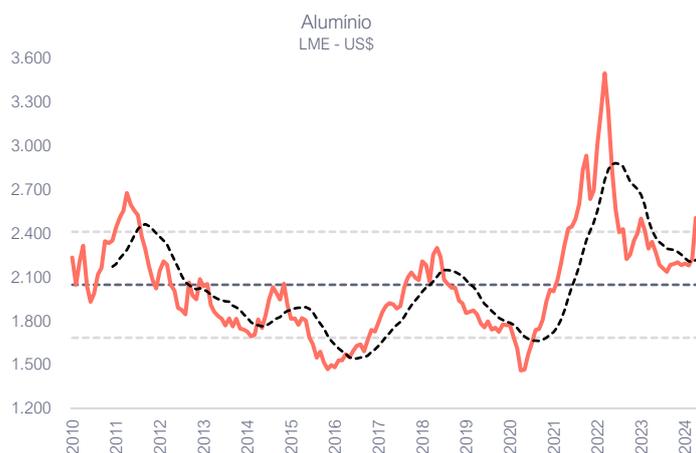
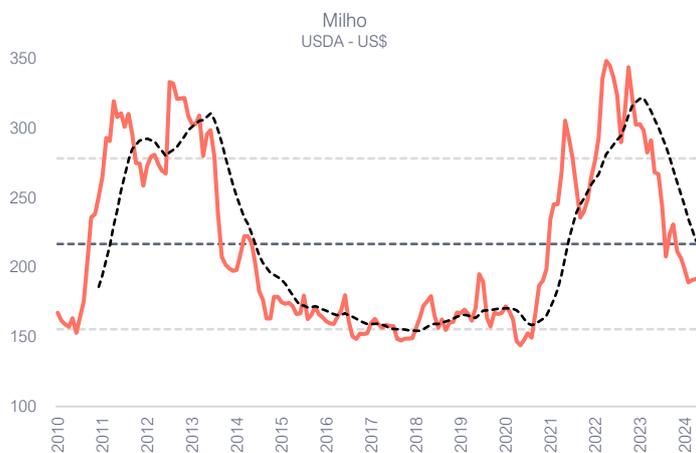
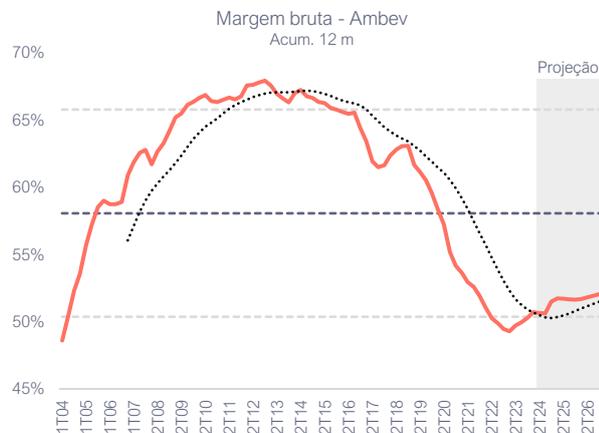


Ambev | ABEV3

Commodities em queda, mas e a rentabilidade?

Com o cenário para as *commodities* em queda, observamos um janela favorável para a Ambev recuperar parte de sua rentabilidade com custos menores. As principais *commodities* para a produção de bebidas alcoólicas e não alcoólicas, o milho, o trigo e o açúcar, apresentam um movimento acentuado de queda.

Em nossas estimativas, esperamos um avanço na margem bruta da empresa, mas ainda tímido, dado os desafios que a companhia enfrenta, como (i) a competitividade mais acirrada, (ii) o repasse de preços mais complexo em algumas regiões, (iii) as questões macroeconômicas na Argentina e (iv) as adversidades comerciais do Canadá. No entanto, acreditamos que seja desafiador para a Ambev voltar ao ápice de suas margens, visto entre 2009 e 2016, antes da queda mais forte observada, pois, mesmo que o ambiente internacional se estabilize, o ambiente competitivo deve seguir pressionando cada vez mais com o interesse da Heineken em se expandir nas américas, pressionando o *pricing* e, conseqüentemente, os avanços de rentabilidade. Acreditamos que a companhia deve apresentar um novo patamar de rentabilidade como sua normalidade, mais baixo do que seu histórico, o que demonstra as dificuldades competitivas da companhia no cenário atual, no entanto, enxergamos que o mercado já espera isso da Ambev e está precificando um cenário mais estável de rentabilidade, com poucos avanços no longo prazo.



Ambev | ABEV3

MP 1.185

Com a MP 1.185, conhecida como “MP das subvenções”, aprovada e sancionada em dezembro do ano passado, o Governo Federal decretou o fim da isenção de tributos sobre subvenções de custos, mantendo apenas a possibilidade de isenção para subvenções para investimentos. Com isso, estimamos que a alíquota afetiva de imposto de renda da Ambev sai de uma alíquota média de 7% para 20,6% (cenário base). Assim, estimamos um impacto de, aproximadamente, 16% no lucro líquido.

Valuation

Atualizamos nosso modelo de *valuation* considerando as novas premissas e a MP 1.185, considerando um WACC de 13,4% e uma taxa de crescimento G de 4,2%. Assim, nosso novo preço-alvo passa a ser de R\$ 16,60/ação, implicando em um *upside* de, aproximadamente, 43%. Além disso, enxergamos a companhia negociando a 12,4x P/E para 2024 e 11,6x para 2025, um patamar, como vemos no gráfico abaixo, bem inferior aos seus principais *peers*. Adicionalmente, podemos notar que a Ambev negocia com um desconto de, aproximadamente, 25% em relação à média de seus *peers*, porém, entrega um ROE superior a empresas como Heineken e AB inBev, que, ao nosso ver, implica em um potencial significativo em seu *valuation*. Com isso, mantemos recomendação de COMPRA.

		Sensibilidade WACC x G				
		14,9%	14,1%	13,4%	12,6%	11,9%
5,2%	R\$ 15,40	R\$ 16,40	R\$ 17,60	R\$ 19,10	R\$ 21,00	
4,7%	R\$ 15,00	R\$ 16,00	R\$ 17,10	R\$ 18,40	R\$ 20,10	
4,2%	R\$ 14,70	R\$ 15,60	R\$ 16,60	R\$ 17,80	R\$ 19,30	
3,7%	R\$ 14,40	R\$ 15,20	R\$ 16,20	R\$ 17,30	R\$ 18,70	
3,2%	R\$ 14,20	R\$ 14,90	R\$ 15,80	R\$ 16,80	R\$ 18,10	

Histórico P/E fwd



Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ MM

Balço Patrimonial	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Ativo Total	135.466,7	133.294,4	137.914,2	132.644,1	133.816,8	132.644,1	145.363,5	151.759,4
Caixa & Aplicações	12.579,4	12.430,5	17.641,1	16.336,2	13.921,7	16.336,2	20.006,7	19.199,9
Estoques	13.030,9	12.055,0	10.818,9	9.619,0	10.698,4	9.619,0	12.364,5	12.556,4
Contas à Receber	5.046,7	4.877,7	5.523,5	5.741,5	5.260,6	5.741,5	6.520,4	7.355,7
Outros Ativos CP	35.378,7	34.324,1	37.552,7	36.563,1	34.675,0	36.563,1	43.770,2	44.248,6
Outros Ativos LP	100.088,0	98.970,3	100.361,5	96.081,1	99.141,8	96.081,1	101.593,3	107.510,8
Ativo Fixo	79.563,5	78.075,5	78.468,8	74.964,6	77.990,2	74.964,6	79.479,7	84.620,0
Passivo & PL	135.466,7	133.294,4	137.914,2	132.644,1	133.816,8	132.644,1	145.363,5	151.759,4
Fornecedores	20.617,7	17.470,7	17.249,4	21.278,6	19.994,5	21.278,6	24.728,9	26.652,7
Dívida (Curto Prazo)	1.138,0	1.320,4	1.235,7	1.298,1	1.646,8	1.298,1	1.000,7	690,1
Outros Passivos CP	13.876,6	15.330,6	15.360,7	18.428,2	13.270,5	18.428,2	18.323,3	19.108,4
Dívida (Longo Prazo)	2.651,3	2.671,9	2.482,0	2.203,0	2.170,6	2.203,0	1.698,2	1.171,2
Outros Passivos LP	10.746,2	10.134,8	10.025,3	9.292,5	9.357,6	9.292,5	12.347,2	12.928,7
Patrimônio Líquido	86.436,9	86.366,0	91.561,2	80.143,8	87.376,7	80.143,8	87.265,1	91.208,3

R\$ MM

DRE	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
Receita Líquida	20.531,7	18.898,1	20.317,8	19.989,2	20.276,3	79.736,9	84.998,2	89.493,9
CMV	(10.131,7)	(9.635,6)	(10.223,0)	(9.301,3)	(10.059,0)	(39.291,6)	(41.027,6)	(43.236,6)
Lucro Bruto	10.400,1	9.262,5	10.094,7	10.688,0	10.217,3	40.445,3	43.970,6	46.257,3
Total de Despesas Op.	(5.510,4)	(5.814,7)	(5.198,6)	(5.090,6)	(5.332,4)	(21.614,2)	(23.223,2)	(23.545,6)
EBIT	4.889,7	3.447,8	4.896,1	5.597,4	4.884,9	18.831,1	20.747,4	22.711,8
Resultado Fin.	(997,9)	(1.073,5)	(837,9)	(700,5)	(405,9)	(3.609,8)	(2.359,4)	(2.695,6)
IR & CSLL	(58,4)	225,8	(44,7)	(198,2)	(671,2)	(75,5)	(3.519,0)	(4.213,9)
Lucro Líquido	3.819,2	2.597,8	4.015,0	4.528,4	3.804,2	14.960,5	14.840,7	15.772,5
EBITDA	6.444,4	5.277,6	6.584,2	7.321,7	6.538,3	25.627,9	27.237,9	29.027,1

Margens

Bruta	50,7%	49,0%	49,7%	53,5%	50,4%	50,7%	51,7%	51,7%
EBIT	23,8%	18,2%	24,1%	28,0%	24,1%	23,6%	24,4%	25,4%
EBITDA	31,4%	27,9%	32,4%	36,6%	32,2%	32,1%	32,0%	32,4%
Líquida	18,6%	13,7%	19,8%	22,7%	18,8%	18,8%	17,5%	17,6%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		5,1%	-1,3%	-11,9%	-12%	0,0%	6,6%	5,3%
Δ EBITDA		-4,6%	17,6%	2,9%	15%	8,5%	6,3%	6,6%
Δ Lucro Líq.		-15,2%	24,9%	-10,9%	-0,4%	0,5%	-0,8%	6,3%

R\$ MM

Fluxo de Caixa	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2023	2024	2025
NOPLAT	4.843,5	3.913,9	4.858,7	5.562,5	4.170,3	19.113,6	16.770,8	17.923,2
(-) IR & CSLL	(58,4)	225,8	(44,7)	(198,2)	(671,2)	(75,5)	(3.519,0)	(4.213,9)
(+) Depreciação & Amort.	1.526,8	1.703,9	1.671,5	1.515,7	1.632,3	6.417,9	6.490,5	6.315,3
(-) Δ Capital de Giro	(5.427,2)	(787,3)	1.790,7	6.781,4	(6.968,2)	2.357,7	(191,2)	1.423,7
(-) CAPEX	(1.153,0)	(1.753,1)	(1.855,9)	(1.242,1)	(1.015,9)	(6.004,1)	(6.272,3)	(6.471,9)
(=) FCFE	(209,8)	3.077,4	6.465,0	12.617,5	(2.181,5)	21.885,1	16.797,8	19.190,3



DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

Research

research@ativainvestimentos.com.br

Institucional

Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290
Mesa SP: (55 11) 3339-7036
Sales: (55 21) 3515-0202

Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996
Mesa GO: (55 41) 3270-4100
assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720