



Pacifico RENDA VARIÁVEL

O **Pacifico Ações** teve alta de 5,51% no 2º trimestre de 2021, enquanto o Ibovespa teve alta de 8,77%. No acumulado nossa rentabilidade é de 290,83% com o Ibovespa subindo 142,34%.

Nossas maiores exposições setoriais hoje estão em consumo, commodities, saúde e tecnologia.

Foi um trimestre de recuperação para as ações brasileiras, com os avanços na vacinação e os indicadores positivos de atividade econômica mais que compensando o ambiente político conturbado e as maiores preocupações do BC com a inflação. Houve uma continuação da performance superior de ações de empresas mais expostas a uma normalização das atividades, em detrimento de empresas com maior perfil de crescimento.

Entre as movimentações mais relevantes na carteira, encerramos nosso investimento na B3, posição que carregávamos desde 2016. No momento enxergamos vetores de crescimento mais poderosos no BTG Pactual e na XP, e temos preocupação com a trajetória futura das margens da B3 e alguma normalização dos volumes negociados, após a forte alta durante a pandemia. Entre os investimentos adicionados no trimestre tivemos algumas empresas que se beneficiarão da atividade mais forte pelos próximos trimestres, como a Vivara, Br Malls e a Ambev.

O **Pacifico LB** apresentou uma alta de 3,99% no semestre e 29,20% nos últimos 12 meses. Desde o início do fundo, em 20 de dezembro de 2012, o retorno acumulado é de 242,27%, contra 106,93% do Ibovespa e 163,39% do IPCA + 6%.

Com os movimentos de preço relativo observados em abril, aproveitamos para concentrar um pouco mais a nossa carteira e reduzir a estratégia long-short. Assim, a exposição bruta do Pacifico



LB passou de 112,1% no fim de março para 93,6%, e encerramos o mês de abril com 85,7% de exposição líquida, ante 88,5% no mês anterior.

Em maio, as principais mudanças no portfólio foram os novos investimentos em Ambev e BR Malls, bem como o desinvestimento que fizemos da Multiplan. Dessa forma, a exposição líquida do Pacífico LB aumentou para 96,8% e a exposição bruta para 99,5% no fechamento de maio.

Ao longo de junho, reduzimos gradualmente a exposição líquida do fundo através da redução de algumas posições que apresentaram expressiva valorização quanto além da compra de proteções com vencimento em outubro deste ano, tendo em vista a alta do mercado e a baixa volatilidade, tanto implícita quanto realizada.

Assim, encerramos o trimestre com 92,5% de exposição líquida e 96,25% de exposição bruta. Os principais setores em que estamos investidos são Consumo e Varejo, Financeiro ex-Bancos, Utilities, E-commerce e Saúde. As cinco principais posições do fundo são Localiza, Natura, BTG Pactual, XP e PetroRio, que, somadas, representam 28,11% de exposição.

Neste relatório, abordaremos nosso investimento em Ambev, que, como mencionado acima, foi uma adição recente às carteiras tanto do Pacífico Ações quanto do Pacífico LB.

Ambev

Uma mudança cultural relevante está acontecendo em uma das maiores empresas do Brasil.

A nova gestão da Ambev está sendo bem-sucedida em ajustar o arcabouço que foi essencial para a construção da maior cervejaria da América Latina e do seu afortunado modelo de negócios para uma nova realidade, preservando suas vantagens competitivas, e desenvolvendo ferramentas que estão criando novos diferenciais nunca antes explorados.

A saturação de um modelo de sucesso

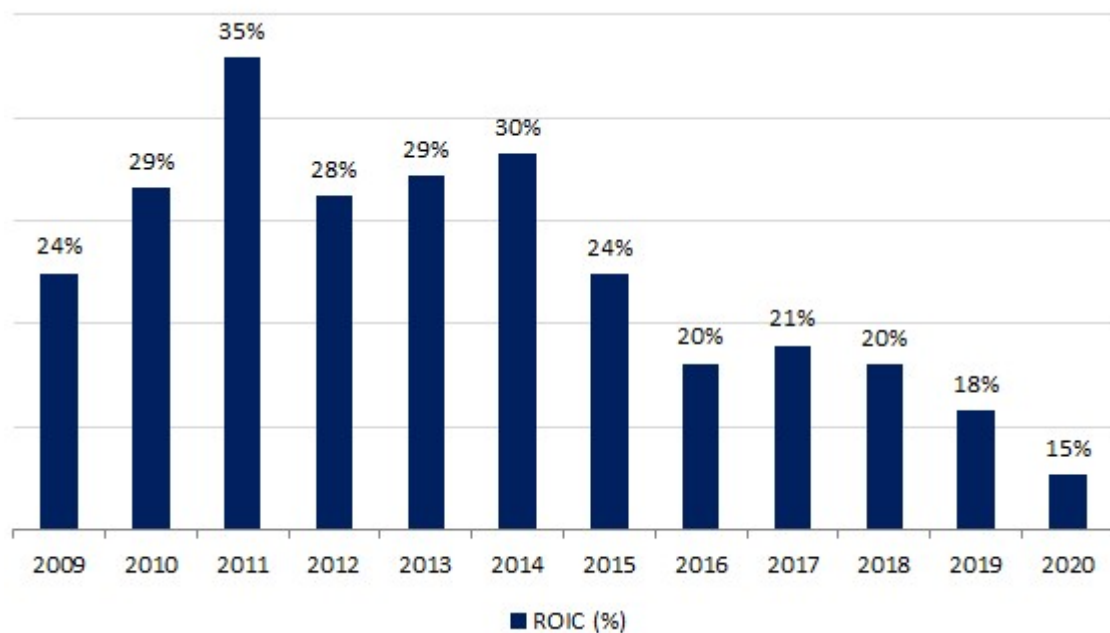
A Ambev nasceu em 1999 fruto da fusão entre a Brahma e a Antarctica e tem a sua história marcada por uma série de eventos societários importantes e associações arrojadas. Hoje a empresa possui forte posicionamento no segmento cervejeiro, não apenas no Brasil, de onde vem 45% da sua receita operacional líquida, mas também no Canadá e em países da América do Sul e Central.

Desde a sua fundação focou em ter uma distribuição eficiente e verticalizada, algo fundamental dadas as características do mercado de cerveja. A ideia era aumentar o seu percentual de vendas diretas em detrimento de distribuidores terceirizados e, assim, passar a conhecer melhor a dinâmica de consumo na ponta do varejo. Dito e feito. O canal próprio passou de uma participação de 30% para 60% ao longo dos anos 2000, e a Ambev passou a se apropriar de parte do valor que



antes era perdido ao longo dos elos da cadeia. O movimento também mostrou o poder de influência da Ambev sobre a rentabilidade dos donos dos bares e restaurantes, algo que foi ficando cada vez mais nítido ao longo dos anos.

Não há dúvidas de que o modelo da Ambev, que compreende não apenas a competência da distribuição, mas também a prioridade no controle das despesas e um programa contínuo de formação de talentos, foi vencedor por décadas. Por muitos anos a companhia mostrou ganhos relevantes de market share, capacidade de repassar preços acima da inflação do segmento, expressivo incremento nas margens e nos retornos, além de crescimento na preferência do consumidor. Em 1999 a empresa fazia margem EBITDA de 26% no Brasil e em 2013 reportou margem de 56%, seu recorde histórico. Mas a partir de então os volumes da Ambev estagnaram – o volume consolidado de 2020 foi mais baixo do que o de 2013 –, o seu poder de preço arrefeceu, as margens pioraram significativamente e o ROIC¹ despencou.



Fonte: Pacífico e Relatórios Anuais da Companhia

Podemos apontar várias razões para a piora do negócio: hábitos de consumo, competição, aumento de impostos, contexto macroeconômico (e o conseqüente trade down), alta das commodities, desvalorização do real e uma gestão que não conseguiu responder a uma nova gama de desafios. Mesmo empresas com claras vantagens competitivas podem ver seus retornos

¹ ROIC - *return on invested capital* ou retorno sobre capital investido é uma métrica usada para avaliar quanto uma empresa consegue gerar em razão do seu capital investido. $ROIC = (EBIT \text{ (lucro antes de juros e impostos)} * (1 - 34\%)) / \text{capital investido (ativo permanente + capital de giro)}$.



erodidos caso a gestão “durma no ponto” e não trabalhe continuamente para se manter atenta às mudanças do mercado. É o que parecia estar acontecendo com a Ambev.

A empresa extraiu o máximo de valor do seu segmento *mainstream*, tendo a Skol e a Brahma alcançado uma participação combinada de mais de 40% no mercado de cervejas no Brasil. Sendo a única empresa com um verdadeiro portfólio de marcas fortes, optar por não vender Ambev não seria uma decisão razoável por parte dos donos de bares e restaurantes (canal *on-trade*), onde aconteciam cerca de 70% das vendas de cerveja no território nacional. Tal canal de vendas ficou praticamente refém da gigante.

Já saturado com o *modus operandi* da Ambev, o canal *on-trade* viu, enfim, uma luz no fim do túnel: a Heineken comprou a Kirin em 2017 e, aos poucos, foi fortalecendo o seu portfólio. Merece especial destaque a marca Heineken que caiu no gosto dos brasileiros: praticamente inexpressiva há 10 anos atrás, hoje estimamos seu *market share* na casa de 8% no Brasil. Para muitos bares, deixou de fazer sentido ser um cliente exclusivo da Ambev. Não são poucas as vezes que escutamos de executivos do setor e de clientes, que “tem que ter Heineken”. A concorrente também costuma oferecer condições comerciais mais vantajosas para o *on-trade*, fora o melhor nível de serviço.

Além da competição, algumas tendências da indústria ficaram mais evidentes nos últimos anos, impactando o negócio da Ambev. O canal *on-trade*, mais rentável para a cervejaria, perdeu quase 10p.p. de representatividade nas vendas do setor entre o início do século e o período pré-pandemia. A geração mais jovem está consumindo menos álcool, e, dentro do consumo de álcool, a cerveja vem perdendo *share of throat*². Por fim, dentro do consumo de cervejas, a categoria que mais cresce é a *premium*, que favoreceu a concorrente Heineken com a concepção da “cerveja puro malte”.

A piora do negócio era evidente. Isso sem falar no impacto da alta das commodities em reais, que compõem parte relevante dos custos das cervejarias.

Ela está rejuvenescendo

No final de 2019, a Ambev anunciou que Bernardo Paiva, após 30 anos de empresa, deixaria o cargo de diretor geral e presidente. Em seu lugar, Jean Jereissati assumiria. Tínhamos boas referências de Jean, que entrou no grupo em 2000 e já havia ocupado diversos cargos na ABI, incluindo o de diretor-presidente da América Central e Caribe, China e Ásia e Pacífico Norte. Antes mesmo de assumir o cargo, durante um evento corporativo, Jean fez um *mea culpa* no qual afirmou que a Ambev “ficou muito aut centrada, olhando muito para o seu umbigo” e que “faltou

² *Share of throat*, ou em tradução literal, participação da garganta, é um termo usado na indústria de bebidas que se refere à proporção de diferentes tipos de bebida ingeridos por determinada população.



olhar para além dos muros, ter um pouco mais de empatia, escutar mais”³. Também disse que passaria a olhar para a empresa menos como uma companhia e mais como um ecossistema, reduzindo as ameaças que têm batido à sua porta. Jean assumiu o cargo de CEO buscando mudar por completo a mentalidade dos executivos e a cultura da empresa. A efetivação da sua estratégia não era evidente para nós no início da sua gestão. Em uma multinacional de cultura forte e raízes tradicionais, o desafio era relevante e uma célere transformação cultural nos parecia improvável.

Se historicamente a Ambev buscou explorar cada vantagem da sua liderança de mercado na distribuição, marketing e poder de preço, Jean pensava de outra forma. Era preciso criar um ambiente harmônico entre todos os *stakeholders*, do dono do bar ao pequeno fornecedor. O novo time da Ambev reconheceu a fragmentação do mercado, as ameaças competitivas e a saturação do seu *modus operandi*. Estava na hora de rejuvenescer, de respeitar a concorrência, de abraçar uma cultura de humildade, de colocar de lado o marketing tradicional, de focar em tecnologia e inovação.

Dado o tamanho do desafio, recebemos o discurso de mudanças do novo CEO com natural ceticismo. Foram precisos alguns resultados trimestrais, dezenas de *channel checks*, algumas conversas com os executivos da Companhia e afinco na modelagem financeira para alterarmos nossa visão sobre o futuro da Ambev. Entendemos que as mudanças culturais impostas pela nova gestão podem ser relevantes para o negócio, e acompanhamos de perto os primeiros sinais, que nos parecem encorajadores.

No marketing, a tese deixou de ser "interromper" e passou a ser "entretêr". São vários os exemplos das novas iniciativas que diferem completamente da abordagem histórica. Para começar, depois de 20 anos como patrocinadora oficial do futebol da Globo, a Ambev rescindiu o contrato, em uma ação totalmente em linha com a nova visão.

A cervejaria passou a patrocinar *lives* na pandemia, fazendo toda a produção, desde o roteiro até a cenografia. Foram centenas de eventos com diversos artistas, um deles bateu o recorde mundial de visualizações, com 3,2 milhões de espectadores. Nas *lives* são apresentados produtos da Ambev e o espectador tem a opção de comprá-los via um QR code. O sucesso foi tamanho que o número combinado de espectadores das *lives* foi quase 60% maior em comparação com o final da Copa do Mundo de 2018 no Brasil. Como consequência da ação, as marcas da Ambev foram mencionadas espontaneamente mais de 2 milhões de vezes nas redes sociais.

O investimento em entretenimento não para por aí. Em uma típica ação de *product placement*, a Ambev patrocinou uma das músicas que ficou por dezenas de semanas no ranking das canções mais executadas no Brasil. “Alô Ambev (segue sua vida)”, da dupla sertaneja Zé Neto e Cristiano, está entre as 10 músicas mais escutadas na plataforma de streaming Spotify no Brasil. No Youtube, já acumula mais de 110 milhões de visualizações. Contratos com artistas e criadores de

³ A frase foi comentada durante o evento CEO com Propósito, da plataforma Ideia Sustentável, e publicada pelo editorial NeoFeed.



conteúdo começam a surgir. A empresa recrutou Anitta, que se tornou *head* de inovação e embaixadora de algumas linhas de produto. Em vez de um salário, Anitta recebe uma remuneração variável com base na *performance* de vendas. O contrato da Ambev é uma página em branco, com a artista tendo flexibilidade para fazer o que bem entender para promover vendas.

A Ambev estreitou ainda mais a fronteira entre suas marcas e o seu público ao fechar um acordo com a NBA para transmitir os jogos de basquete da liga nos canais online da Budweiser no Brasil. O que a Ambev ganha com isso? Está agradando o seu consumidor. O novo *management* da Ambev já provou que tem ciência das externalidades positivas que esse tipo de ação gera. Na prática, é a Ambev “olhando para além do seu próprio umbigo”.

Não apenas o marketing, mas toda a abordagem comercial está se transformando. Se a Ambev sempre buscou contar para o consumidor o que era a novidade, agora a ordem dos fatores está invertida: primeiro a cervejaria busca entender o que os consumidores querem e depois mostra para eles o resultado. O processo de inovação focado no cliente tem sido um sucesso. Hoje aproximadamente 20% da receita líquida da operação de cervejas no Brasil vem de produtos lançados nos últimos 3 anos. Em 2019, esse número estava na casa de 10% e em 2018, 5%. Um outro dado: se olharmos apenas para a cesta de novos produtos lançados no mercado brasileiro nos últimos 3 anos, a participação da Ambev nessa cesta é maior do que a sua participação total no mercado.

Esses números refletem não apenas as mudanças no processo de estreia de novos produtos, mas também no trabalho de *roll-out* dos lançamentos nos diversos estados. Após entender os desejos dos seus consumidores, a Ambev passou a testar determinados produtos em poucas praças e aos poucos avançar para regiões que fazem sentido, para o público que lhe parece mais adequado. E de onde vem essas informações? De verdadeiras fortalezas que a empresa está construindo no DTC⁴, nas quais clientes e fornecedores estão compartilhando do valor gerado pelos novos produtos. Além disso, tal processo de inovação, desde a concepção até o lançamento, está sendo muito mais ágil. Não é mais preciso responder milhares de perguntas antes de criar uma nova cerveja: projetos-piloto são bem-vindos na nova gestão.

Uma iniciativa importante no DTC é o Zé Delivery, a plataforma B2C⁵ da Ambev. O Zé Delivery já existe desde 2016, mas apenas na gestão de Jean ganhou foco e recebeu maiores investimentos. A ideia do Zé é conectar a cerveja gelada dos supermercados, bares, restaurantes, Pit Stops e distribuidores terceirizados com os consumidores finais em menos de 60 minutos e com preço de supermercado, cobrando um pequeno frete. Uma proposta de valor sublime aos consumidores. A plataforma já opera em todo o Brasil e apenas no primeiro trimestre de 2021 realizou mais de 14 milhões de entregas, o que equivale a mais da metade do total de pedidos de 2020. Ao

⁴ Direct to Consumer

⁵ Business to Consumer



assumirmos um tíquete médio de R\$25, a representatividade das vendas do Zé Delivery em relação a receita total da Ambev em cervejas no Brasil já seria de 5%, saindo de praticamente 0% há um ano atrás. Entendemos que, por estimular novas ocasiões de consumo, uma parcela considerável das vendas do Zé Delivery sejam incrementais e que a plataforma já esteja contribuindo para o resultado operacional da Ambev. Ainda mais importante que o volume adicional, o Zé Delivery captura para a Ambev uma quantidade expressiva de dados através de seu aplicativo. Dessa forma, a empresa consegue entender como estão evoluindo as preferências dos consumidores de diferentes regiões, classes sociais, gêneros e idades. Esses dados alimentam a estratégia de inovação, de marketing, de precificação. A iniciativa não se restringe ao Brasil, está presente também em países como Argentina, Paraguai, Chile e Bolívia. A plataforma não só oferece produtos da Ambev, mas também de outras indústrias e até de concorrentes, como a Heineken, seguindo a estrutura de um *marketplace*. A ideia do *marketplace* ocorre não somente para o *B2C*, mas também no *B2B*⁶, através do BEES.

O BEES é a plataforma *B2B* da Ambev que tem como objetivo melhorar o nível de serviço da empresa e auxiliar seus clientes a melhorarem a sua performance de vendas por meio de sugestões baseadas no perfil do estabelecimento e do produto. O BEES centraliza diferentes soluções em uma única plataforma, que funciona 24 horas por dia e 7 dias por semana. Através dela, a companhia criou um ponto de contato constante com os clientes e vem melhorando o seu nível de serviço e sua execução no ponto de venda através da melhora do rastreamento de pedidos e do suporte em tempo real através do aplicativo, permitindo que os representantes de negócio se concentrem em ajudar clientes a melhorar seu desempenho de vendas, aumentando o tempo total de interação com os clientes, colaborando diretamente com a estratégia de inovação e maior complexidade de portfólio, entre outros benefícios.

No Brasil, a Ambev começou a implementação do BEES no terceiro trimestre de 2020. A partir de então a adesão da plataforma pelos clientes da Ambev foi admirável. No primeiro trimestre de 2021 mais de 65% da base de clientes já comprava através da plataforma. O BEES tem potencial de gerar uma receita incremental importante para a empresa. Através dos mais de 1 milhão de dados capturados pelo BEES, a plataforma contribui imensamente com as áreas de inovação e precificação. No primeiro trimestre de 2021, foi ele o maior responsável pelo crescimento da receita, contribuindo com uma redução relevante de descontos. O BEES não nasceu para ser *marketplace*, mas foi uma ramificação importante. Hoje a plataforma já está expandindo o seu alcance, disponibilizando produtos de diferentes categorias através de um modelo escalável e de margens elevadas, o que pode ser uma grande oportunidade. Já são mais de 100 mil SKUs⁷ disponibilizados no Brasil. A República Dominicana, onde a Ambev também tem operação, serviu

⁶ Business to Business

⁷ Stock Keeping Unit (SKU) trata-se de um código utilizado para auxiliar a gestão de estoque. A sigla SKU é usualmente utilizada como uma referência dada a cada item de acordo com todas as suas especificações, como forma, cor, tamanho. Ou seja, falar de 100 mil SKUs é o mesmo que falar de 100 mil artigos que se distinguem todos entre si.



como laboratório para o serviço de *marketplace*. Lá, a iniciativa conseguiu elevar a receita da operação da empresa no país em 5%.

O BEES terá integração total com o Donus, a *fintech* da Ambev. Em 2021 o Donus começou a escalar a operação e a adicionar cada vez mais serviços financeiros para o exército de pequenos bares e restaurantes atendidos pela Ambev, que somam cerca de 800 mil estabelecimentos. Com a maior parte desse canal à margem do tradicional sistema bancário, é considerável a oportunidade de levar a transformação digital para eles, oferecendo soluções de pagamento simples para capacitar financeiramente os proprietários dos pontos de venda.

O Donus oferece a pequenos estabelecimentos cartão de débito, solução contábil, soluções de crédito (com *funding* da própria Ambev), antecipação de recebíveis e digitalização de pagamentos à Ambev (sem a necessidade de gastar com taxas de transferências através de intermediários), entre outros serviços. A *fintech* já atingiu 80 mil contas digitais e seus executivos acreditam que será possível dobrar esse número até o final de 2021. A conta digital gratuita é a porta de entrada para o leque de serviços que a Ambev vai oferecer. Assim como no Zé Delivery e no BEES, o Donus também atenderá outras indústrias, sempre focando no pequeno e médio comerciante.

Destacamos também os efeitos que as práticas da nova gestão estão causando no corpo de funcionários da Ambev. Há muitos anos, a empresa é conhecida por contar com excelente capital humano em um ambiente de elevado comprometimento e motivação, no qual são valorizadas ferramentas de remuneração variável para motivar e recompensar o seu time. A piora operacional da Ambev e a queda no preço das suas ações refletiram em uma menor remuneração aos seus colaboradores, o que, após consecutivos anos de desempenho aquém do esperado, culminaram em uma alta no índice de rotatividade dos seus executivos e certo desânimo por parte da equipe.

Não foi preciso uma melhora relevante nos resultados para os funcionários reavaliarem a ideia de deixar a Ambev. A virada de chave da nova gestão foi tamanha que a empresa viu sua equipe mais aguçada com os novos desafios e a nova forma de pensar. Aos poucos, a capacidade de atrair novos talentos foi melhorando. Para compor os times de inovação e tecnologia, que adicionaram 1200 pessoas à empresa desde 2019, a Ambev buscou funcionários em empresas como Netflix, Google, Nubank e Gympass. Nossos *feedbacks* sobre os funcionários da Ambev progrediam mensalmente. Entendemos como fundamental a avaliação que os *insiders* de uma companhia têm sobre ela, especialmente em momentos de transformação. Uma ferramenta útil para analisarmos essa questão é o Glassdoor, uma plataforma de recrutamento e de divulgação de vagas, com cerca de 49 milhões de informações, incluindo opiniões de funcionários, informações salariais e relatos de entrevistas de emprego. A Ambev já foi avaliada por mais de 5 mil funcionários e ex-colaboradores na plataforma. No último ano notamos uma constante melhora na nota dos seus colaboradores e hoje 87% das avaliações apontam para uma perspectiva positiva para a empresa.

Líder absoluta em mercados maduros. De onde vem o crescimento?



Lembremos que a Ambev já é líder em quase todos mercados em que atua. Mercados, diga-se de passagem, já amadurecidos, o que torna a dinâmica concorrencial ainda mais relevante na trajetória de crescimento de volumes, receita e lucro.

O mercado de cerveja é marcado por elevada concentração na maioria dos países e o Brasil não é uma exceção. Por aqui, a Ambev possui um pouco mais de 60% do mercado de cervejas, seguida pela Heineken com 18% e Petrópolis, com uma participação de cerca de 12%. O consumo per capita de cervejas no Brasil crescia razoavelmente bem até 2012 (4% ao ano), mas passou a cair a partir de 2014, com a crise econômica. Apesar de uma recuperação recente, o brasileiro ainda bebe, em média, 1,5% menos cerveja do que há 6 anos atrás. No ranking atual de consumo per capita de cervejas, o Brasil se encontra na 23ª posição. Mas um ajuste é bem-vindo: segundo dados do Datafolha, 31% da população brasileira é evangélica, que, em teoria, não bebe. Entendemos como forte a premissa de que todo evangélico não ingere álcool e recorreremos a algumas pesquisas para entender qual é a proporção dos evangélicos brasileiros que bebem. Ao concluirmos a análise, classificamos o Brasil como a 11ª nação que mais consome cerveja em termos per capita, com a sua população bebendo 77 litros de cerveja por ano. Entendemos o consumo do brasileiro como já relativamente alto dada a sua renda média.

Uma averiguação válida ao analisarmos o consumo de cervejas no Brasil diz respeito ao *share of throat*. A queda de consumo de bebidas no Brasil foi uma retração de consumo geral ou uma perda de espaço para outras bebidas alcoólicas? Diferente de países desenvolvidos, onde o *share of throat* de cerveja vem caindo de forma relevante, no Brasil e nos demais países em desenvolvimento essa não parece ser uma tendência. Sim, a cerveja perdeu espaço para outros líquidos no Brasil nos últimos anos, mas a perda de representatividade não foi material.

Como quase metade da receita operacional líquida da Ambev vem de países fora do Brasil, vale citarmos que o consumo per capita nessas demais regiões mostrou melhor desempenho em comparação com o do brasileiro, com taxas de crescimento anuais variando de 1% a 3% nos últimos 14 anos, dependendo da geografia. Ao mesmo tempo que não vemos grandes oportunidades no aumento do consumo per capita de cerveja no Brasil, entendemos que a dinâmica competitiva, impulsionada pelas novas práticas da Ambev, pode favorecer a mesma nos próximos anos, alterando a tendência de *market share* de volumes e, principalmente, de receita dos últimos anos. Acreditamos que a fortaleza que a empresa vem construindo no *DTC*, a maior inteligência no processo de *pricing* com o maior uso de dados por parte dos clientes, o sucesso das inovações, a nova forma de se comunicar e a situação atual dos seus competidores permitem um ambiente favorável para repasses de preço.

Se até 2015 a Ambev conseguiu repassar um diferencial de quase 2 p.p. acima da inflação no segmento de cervejas, de lá até 2019 o diferencial foi negativo. Mas nos últimos resultados já voltou para o campo positivo, com destaque para o primeiro trimestre de 2021.



Durante 2020 vimos uma reversão de uma tendência que vinha prejudicando a Ambev desde 2015. O segmento *mainstream* (de marcas como Skol, Brahma e Itaipava), em que a Ambev era dominante com uma participação relativa de mais de 80%, perdeu quase 10p.p. de representatividade nos últimos anos. Quem ocupou esse espaço foram os segmentos *value* (com Schin, Kaiser, Crystal, etc) e *premium* (Heineken, Stella, Corona, etc). Existiu, portanto, um efeito *trade down*, que tem a ver com questões macroeconômicas e, ao mesmo tempo, um *efeito trade up*, que é uma tendência de mercado.

Nos últimos trimestres o segmento *mainstream* recuperou *market share*, em detrimento do *value*. Isso pode não ser apenas reflexo do ambiente macro, ajudado pelo auxílio emergencial, mas também das iniciativas micro da Ambev. E mesmo se analisarmos apenas o segmento *mainstream*, as marcas da Ambev, como a Skol, ganharam espaço em cima de concorrentes como Itaipava e Devassa em 2020. Aliás, a família Skol que vinha sendo um grande detrator de volumes para a Ambev, apresentou crescimento em 2020 em comparação com 2019 e no primeiro trimestre de 2021 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Esse desempenho do segmento *mainstream* da Ambev pode também estar relacionado a problemas de ruptura que a Petrópolis e a Heineken apresentaram durante a pandemia, mas coletamos evidências importantes para crer que parte da melhora vem de fatores endógenos, como a melhora na gestão da precificação causada pelo BEES, o acerto no lançamento e *roll-out* de determinadas linhas de produto, o volume adicional do Zé Delivery, entre outros.

Também vemos a Ambev mais bem posicionada para capturar a tendência de crescimento do *premium*. O portfólio é mais completo, o marketing está sendo mais bem trabalhado e a empresa está sendo exitosa em atender os desejos do consumidor, subindo na preferência popular. A marca Beck's é um ótimo exemplo: com participação irrisória há alguns anos, pesquisas atuais apontam que a marca já está presente em quase 30% dos bares de alta renda em determinadas regiões do Brasil. Ademais, acreditamos que a operação brasileira da Heineken e a Petrópolis estão operando com margens baixas e que ambas devem seguir repassando preços de forma mais agressiva.

As margens mais baixas não são uma realidade apenas para as concorrentes, mas também para a Ambev. Acreditamos que 2021 será o ano de menor margem EBITDA da Ambev em toda a sua história como empresa listada. A diferença é que o patamar de rentabilidade normalizado da Ambev é muito superior ao da concorrência, o que lhe permite ainda estar operando com margens bastante saudáveis, mesmo em um cenário de inflação de *commodities*, câmbio depreciado e dinâmica prejudicial de canais de venda.

A Ambev entregou uma margem bruta de 64% no segmento de cervejas no Brasil em 2018 e para 2021 estamos projetando uma margem bruta de 49%. Ao analisarmos a composição do custo do produto vendido da Ambev e a evolução dos preços das *commodities* em reais nesse período, concluímos que aproximadamente 70% da queda de margem bruta no segmento é explicada por esses fatores, ou seja, uma queda de quase 11p.p. do total de 15p.p. veio de fatores exógenos.



Outro detrator importante de margem veio do ganho de representatividade do canal off-trade (mercados, mercearias e lojas de varejo no geral). Diferente do canal de bares e restaurantes, que permite uma maior venda de embalagens retornáveis de vidro, mais econômicas para o consumidor e mais rentáveis para a Ambev, o canal de supermercados costuma trabalhar com as “one way” ou com as latas de alumínio, que facilitam a gestão de estoque. Com a pandemia e as restrições de circulação, naturalmente houve uma queda no consumo de cervejas nos pontos de venda e um aumento das vendas em supermercados, para consumo nos lares. Entendemos que a perda de margem EBITDA derivada dessa questão chega a 2p.p., efeito que deveria ser revertido com a reabertura e o fim da pandemia.

Sendo assim, em função desses aspectos levantados, encontramos na Ambev uma combinação de retomada de volumes e melhora na capacidade de repasses de preço, o que deverá desencadear uma melhora nas margens pela alavancagem operacional e pela dinâmica de canais, favorecendo o mix de produtos mais rentável. O preço da ação da Ambev não parece refletir esses fundamentos e perspectivas e muito menos o potencial valor das iniciativas que a nova administração está construindo.

Acompanhamos de perto os riscos do investimento. Acreditamos que, além dos riscos de competição, commodities e câmbio, há risco societário. A combinação do controlador alavancado (ABI) e a Ambev caixa líquida pode gerar potenciais conflitos. Também acreditamos que a reforma tributária proposta recentemente pelo governo, caso aprovada, impactaria a Ambev ao vedar a possibilidade de dedução de juros sobre capital próprio, que vinha gerando economias relevantes para a Ambev (na ordem de R\$ 2 bilhões por ano). Esse impacto seria parcialmente mitigado pela redução de 5p.p. da alíquota do IRPJ, mas o valor presente líquido das mudanças ainda seria negativo. Outro atenuante seria uma mudança na sua estrutura de capital. Sendo caixa líquida, a Ambev poderia levantar dívida, deixando a sua estrutura de capital fiscalmente mais eficiente. Também poderia pagar dividendos extraordinários, claro, antes da aprovação da referida proposta, uma vez que a mesma também prevê a aplicação da alíquota de 20% na distribuição de dividendos. Mas ao mesmo tempo que a maior alavancagem mitigaria o impacto do fim dos juros sobre capital próprio, esse movimento atrapalharia o processo de desalavancagem da controladora, que consolida o balanço da Ambev, esbarrando no conflito societário. Seguimos na constante diligência para entender a evolução desses pontos.



Pacífico GESTÃO DE RECURSOS

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro
www.pagr.com.br
ri@pagr.com.br
Tel: 55 21 3033-3300

ADMINISTRADOR

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar
Centro – Rio de Janeiro

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacífico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Pacífico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacífico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

