

## Carta do Gestor – Maio 2020

Prezados investidores,

Seguindo a linha da nossa última carta, entramos em maio com uma carteira mais defensiva. Essa composição foi mudando ao longo do mês em função da melhora em alguns fatores.

Tivemos passos importantes na reabertura de economias desenvolvidas. A atividade econômica na China mostrou sinais de recuperação, sem reaceleração material de novas contaminações pelo vírus – a temida segunda onda. Isso deve estancar as severas revisões negativas de PIB global, ajudando, principalmente, o horizonte de países com maior exposição a *commodities* (como o Brasil).

No âmbito local, nossas preocupações também diminuíram gradualmente. A temporada de resultados foi (obviamente) ruim, porém, comentários quanto à atividade no início do 2T e medidas de liquidez importaram mais do que os resultados em si. O mercado gostou da baixa repercussão negativa e da baixa materialidade do vídeo apontado pelo ex-Ministro Sérgio Moro. O Ministro Paulo Guedes parece firme no cargo (apesar das constantes especulações sobre sua saída) e está sendo rigorosamente respeitado pelo presidente, em nossa visão. Acenos ao “Centrão” via distribuição de cargos, quem sabe até via Ministérios e liberação de emendas, parecem também ter diminuído o risco de atrito entre o Congresso e o Palácio do Planalto. As engrenagens políticas estão rodando, o que foi importante para a aprovação de rápidas medidas anticíclicas e serão ainda mais importantes para as reformas (e ajustes fiscais) que estão por vir. Os juros de médio prazo (DI 2025) começaram o mês em ~6.5% e encerraram em ~6.0% aa. Terminamos o mês, então, mais construtivos e com uma carteira mais veloz. Essa decisão se mostrou acertada para o desempenho positivo do fundo.

Mantivemos a prudência ao selecionar ativos e encontramos na Ambev um combo de risco vs. retorno atrativo, justamente onde muitos não devem estar procurando. Dividimos aqui nosso racional.

### **Ambev: fazendo do obstáculo um trampolim**

Montamos uma posição comprada em Ambev pela primeira vez desde nossa criação. O nome combina uma série de características que estávamos buscando para nosso portfólio doméstico, incluindo uma saída mais rápida e fortalecida da pandemia – principalmente por uma melhor execução relativa em um setor “simples”, *valuation* atrativo (19x P/E21e), balanço forte (caixa líquido) e ampla geração de caixa (7% *yield* 21E).

Estamos vendo o mercado dar o benefício da dúvida (*i.e.*: pagar múltiplos “normalizados”) para muitas empresas com pior qualidade na execução, balanços piores e setores mais cíclicos, cuja retomada ao “normal” deve ser, no mínimo, mais sinuosa. Por que então excluir Ambev da lista de candidatos à retomada?

Entendemos os desafios estruturais, mas acreditamos que ela pode surpreender, inclusive fazer do “obstáculo COVID” um trampolim para aterrissar bem mais adiante, com mais *market share* e laços fortalecidos com sua cadeia de fornecedores e clientes.

Até então, tem sido fácil defender uma posição vendida em Ambev. Um *case* de retração de volume e contração de margem quase estrutural, por aumento de competição que inibe aumento de preços, além de alta de custos (FX, impostos, complexidade de portfólio) e mudança de preferências do consumidor/canal. Porém, não podemos deixar nossos embasamentos e fundamentos esquecidos. Certa vez, um antigo analista de uma corretora de ações (muito competente por sinal) nos contou uma dica que hoje aplicamos: ao escrever um *downgrade*, sempre escrevia, também, a capa de um *upgrade* – e vice-versa – para saber o que mudaria seu *case*. E assim foi conosco em Ambev.

**Chance de recuperar *market share* com competição enfraquecida.** Acreditamos que algumas empresas nacionais e/ou regionais sofreram um enorme aperto de liquidez ao reduzirem seu faturamento durante a pandemia. Muitas delas não devem voltar ou, se voltarem, o farão de forma mais tímida, postergando projetos de expansão ou com termos comerciais piores para bares e varejistas. Muitos dos próprios clientes (como

grandes redes) devem priorizar fornecedores com mais solidez, assegurando perenidade na disponibilidade e confiabilidade do produto. Ambev saiu de cerca de 70% de *market share* em 2010 para os atuais 60%. Fora Heineken, com seus 20% de *market share*, acreditamos haver relevantes 20% fragilizados na mesa. Comparando com a última crise, hoje Ambev também conta com mais serviços digitais e um portfólio muito mais amplo para atender aos mais diversos gostos e bolsos. Acreditamos que recuperação de volumes é prioridade imediata da empresa; em seguida, virão medidas para recomposição de margens.

**Mais prestígio na cadeia; críticas viram qualidades.** Se antes um fornecedor (de material para embalagens ou insumos agrícolas, por exemplo) criticava Ambev por ser “dura” em preços e prazos, agora deve estar feliz por, ao menos, saber exatamente quanto e quando vai receber. Uma rede de supermercados que antes criticava Ambev por ser difícil na negociação, hoje deve privilegiar este fornecedor, que entrega com prazos definidos e possui um leque completo de produtos; afinal, a companhia não fechou nenhuma planta, não desativou centros de distribuição e não reduziu sua equipe comercial. Acreditamos que a empresa vai compensar uma parte da pressão imediata na margem (tradicionalmente menor em supermercados vs. venda a bares) com redução de descontos e verba para *trade marketing*. Se antes um bar reclamava que Ambev tinha uma agenda de entregas rígida e vinha estimulando retirada de pedidos via aplicativo, nas medidas sugeridas pelo algoritmo do “Venda Certa”, hoje agradecem a pontualidade da entrega e o auxílio da tecnologia. Se antes um banco reclamava que conceder crédito à Ambev não era tão lucrativo, hoje devem priorizar um tomador com esse perfil. Se antes existia uma imagem de que a Ambev cortava custos demasiadamente, hoje sua austeridade se transformará em uma vantagem competitiva. Seus colaboradores não precisam perder tempo em aprender a cortar gastos ou trabalhar com orçamentos apertados, pois já o fazem dessa forma desde sempre.

**2T20 “menos ruim” deve acender a luz.** Todo *call* de “*valuation*” ou “*turnaround*” precisa de um *trigger* que chame atenção e aponte mudança de tendência. Muitas vezes, isso envolve troca de *management* ou aquisição de novos ativos. Acreditamos que o segundo trimestre, ainda desafiador (EBITDA consolidado podendo cair -27%YY), poderá mostrar alguns destaques que indiquem o caminho da volta. Projetamos uma queda bem menor de volumes em cerveja Brasil (-13%) em comparação com o anunciado no *conference call* do 1T20 relativo a abril (-29%), tanto pela empresa abocanhar *market share* de menores, quanto pela mudança no comportamento do consumidor que parece ter se adaptado ao consumo nos lares após o repentino fechamento do canal de maior volume (bares).

O preço médio de cerveja e as margens podem sofrer, mas este 2T pode trazer uma redução relevante de custos gerais e administrativos – algo que, possivelmente, não “deu tempo” de ajustar durante o 1T. Por último, os investidores da empresa brasileira finalmente poderão se alegrar com as operações no Canadá, que, pela desvalorização do BRL, devem amenizar muito o impacto de menores volumes na receita consolidada.

**Fora do radar.** Ambev hoje tem apenas 3 recomendações de compra, 9 de manutenção e 5 de venda, de acordo com o compilado de analistas de mercado do Bloomberg. Podemos, então, afirmar que não é um ativo consenso de mercado e, tecnicamente, torna-se também mais interessante. Ao que tudo indica, a maioria dos investidores no mercado local tem preferido se posicionar em papéis mais cíclicos, preterindo Ambev – apesar das projeções fracas de emprego, geração de renda e PIB. Acreditamos, portanto, que o comprador marginal de Ambev venha primeiro do mercado internacional. É um *business* simples de ser entendido globalmente, com baixa elasticidade ao PIB, com *yield* e sem nenhum risco de balanço. É uma porta ideal para se entrar no Brasil, com boa liquidez e participação relevante no Ibovespa.

Atenciosamente,  
BLP Asset

**Aviso Legal**

A BLP não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. Consulte a lista de distribuidores no site da Gestora. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados do fundo só pode ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses a partir da data da primeira emissão de cotas. Para avaliação da performance de um fundo de investimento recomenda-se a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo Administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da Lâmina de Informações Essenciais, do Prospecto e do Regulamento do fundo antes de tomar qualquer decisão de investimento. Este documento tem caráter meramente informativo, não podendo ser distribuído, reproduzido ou copiado sem a expressa concordância da gestora. Fundos multimercados podem utilizar 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 dos fundos.