

Budding

Na Carta Dynamo n. 65 atualizamos os fundamentos do nosso investimento na Ambev, explicando as razões pelas quais no momento da aquisição da Bud decidimos aumentar a exposição do Fundo à Inbev. Na carta anterior, olhamos para o passado e focamos a análise no *economics* da transação Inbev/Bud. O exercício agora é prospectivo. A idéia aqui é descrever o mapa de oportunidades que parecem brotar no radar da Anheuser-Busch Inbev (ABI).

Antes de iniciarmos, listamos alguns números da companhia, com o intuito de situar as dimensões dos argumentos. A ABI é hoje uma companhia de US\$ 97 bilhões de valor de mercado e uma dívida líquida estimada para o final do ano de US\$ 39 bilhões. Em 2010, a ABI deve faturar cerca de US\$ 36 bilhões e gerar um EBITDA de quase US\$ 14 bilhões, após realizar cerca de US\$ 2 bilhões de sinergias desde o quarto trimestre de 2008. A América do Norte, com o peso preponderante dos Estados Unidos (EUA), passou a ser a geografia mais importante para a empresa, representando 42% das vendas e 51% do lucro operacional estimados para este exercício. Em seguida, vem a América Latina Norte, tendo o Brasil como destaque, com 28% das vendas e 36% do lucro operacional, considerando a consolidação de 100% da Ambev. Não é difícil perceber o quão importante estas duas regiões se tornaram para a companhia, de forma que América Latina Sul, Europa Ocidental, Leste Europeu e Ásia representam em conjunto apenas 30% e 13% da receita e lucro operacional, respectivamente. A geração de fluxo de caixa livre esperada da ABI para 2010, já com os ajustes necessários, é da ordem de US\$ 6 bilhões. Com sinergias adicionais sendo extraídas da operação na América do Norte, aumento de volumes no Brasil e em outros mercados emergentes, esperamos em 2011 um crescimento do fluxo de caixa ajustado de cerca de 20%, para um nível em torno de US\$ 7 bilhões.

Distribuição nos EUA

Como vimos na Carta nº 65, parte importante do crescimento do resultado operacional da Ambev no Brasil deu-se pelo movimento bem sucedido de apropriação de valor ao longo da cadeia de distribuição, com maior parcela das vendas feita diretamente para o varejo e canais de consumo imediato, eliminando a presença de um intermediário. Uma pergunta natural seria se o mercado americano, onde a maior parte da distribuição é feita por terceiros, poderia oferecer a mesma oportunidade. A primeira coisa a ser levada em consideração é que a lei em 29

dos 50 Estados americanos¹ estabelece que cerveja só pode ser vendida através de um sistema conhecido como *three-tier*, com a existência de um distribuidor intermediário entre os fabricantes de cerveja e a ponta final de venda. Desta forma, o desafio da ABI na maior parte dos estados americanos é tornar seus distribuidores mais eficientes, criando incentivos para que eles modernizem seus sistemas de operação e atendam ao varejo de forma mais eficaz. Além disso, faz parte do desafio gerar um maior alinhamento em termos de performance de vendas e identificação de tendências de consumo.

Muitos distribuidores nos EUA operam de forma bastante ineficiente com um sistema de *back office* antigo. Estima-se que o segmento trabalhe com margem operacional na casa dos 7%². Isto explica-se em parte pela enorme fragmentação do mercado de distribuição. Se a consolidação entre os produtores americanos de cerveja ocorreu de forma intensa ao longo das últimas duas décadas, na cadeia de distribuição ela tem sido bastante lenta. Enquanto as marcas detidas pela ABI e MillerCoors possuem 80% de *market-share* das vendas de cerveja nos EUA, os 10 maiores distribuidores possuem apenas 12% do total distribuído no mercado³. Dado que o investimento necessário em ativos para armazenagem, transporte e vendas não é desprezível, o retorno sobre o capital investido deve ser bem comprimido. Com um incentivo baixo para reinvestir, a qualidade do serviço oferecido também não é das melhores. Além disso, em diversas áreas, os distribuidores operam a poucos quilômetros uns dos outros. A oportunidade de sinergias em sistemas, frotas, ativos fixos e despesas administrativas é óbvia e, portanto, faz todo sentido a ABI encorajar a fusão entre distribuidores, o que eliminaria uma série de duplicidades e ineficiências existentes no sistema atual. Isto já vinha de fato acontecendo, embora timidamente, antes mesmo da aquisição da Anheuser-Busch pela Inbev: entre 2003 e 2009 o número de distribuidores no sistema AB caiu de 650 para 525⁴.

Para a ABI seria melhor trabalhar com um número menor de distribuidores mais eficientes. O diálogo seria mais fluído e

1 US Beer Wholesaler Consolidation: A Tantalizing Prize But Slow And Difficult to Capture, Stirling, 9 de dezembro de 2009.

2 M. J. Mazzoni, *Global Beer Forum*, Londres, 16 de junho de 2009, suportado por informações tiradas do relatório do Sanford Benstein de 9 de dezembro de 2009

3 US Beer Wholesaler Consolidation: A Tantalizing Prize But Slow And Difficult to Capture, Stirling, 9 de dezembro de 2009

4 M. J. Mazzoni, *apresentação para clientes do UBS*, 8 de Julho de 2010.

as estratégias de vendas mais coordenadas, melhorando assim a gestão operacional da receita (*revenue management*), com ganhos para ambas as partes. Adicionalmente, seria mais fácil desenhar os mecanismos de incentivo dos distribuidores, exigir resultados e comparar performances relativas.

O *profit pool* da cadeia de distribuição é próxima de U\$ 3 bilhões, ou cerca de U\$ 1 de lucro por case de cerveja vendido, já que o mercado é da ordem de três bilhões de cases. Estimativas sugerem pelo menos U\$ 0,75 por case de ineficiências no sistema de distribuição de cerveja⁵. No limite, esticando ao extremo o exercício numérico, para a ABI, com 50% do mercado, isto seria algo em torno de U\$ 1,1 bilhão. Um potencial bastante interessante, na prática, porém, as dificuldades são grandes. Mesmo após o desaparecimento de alguns e consolidação entre outros, ainda há cerca de 1.850 distribuidores nos EUA⁶, muitas empresas familiares, tradicionais, com fortes conexões políticas locais, sem qualquer motivação para vender seus negócios. Trata-se de um assunto delicado para a ABI, sendo compreensível que eles não queiram endereçá-lo publicamente. Além disso, as discussões sobre eventuais aumentos de imposto sobre bebidas alcoólicas têm sido mais frequentes nos últimos dois anos por conta dos crescentes déficits fiscais nos EUA, tanto a nível federal quanto estadual. Neste caso, o grau de influência dos distribuidores sobre os políticos locais é um aliado importante da indústria neste momento. Por fim, questões mais urgentes, como a redução do endividamento e a integração das operações da Bud nos EUA ainda dominam a agenda da companhia.

A ABI já é dona de distribuidores nos estados onde isto é permitido e segue tentando fazer novas incursões onde possível. Neste ano, a companhia tentou adquirir o controle de um distribuidor em Chicago em que já possui participação de 30%, mas foi impedida pelo órgão regulador. Isso ilustra que o caminho da consolidação não é pavimentado. No tempo oportuno, a questão será devidamente abordada. Não será nada fácil, e o ganho de U\$ 1,1 bilhão parece um limite extremo. Mas mesmo um terço deste montante já seria relevante.

Além da distribuição, que é a oportunidade mais aparente e promissora nos EUA, este mercado também oferece outras frentes de atuação que podem render resultados interessantes para a companhia. Melhorar a qualidade de precificação dos produtos é uma delas.

Vimos que a Ambev vem acumulando uma experiência interessante no trabalho de reconhecimento de perfis de consumidores e de identificação de diferenças sócio-econômicas, demográficas e geográficas, que tem permitido à companhia uma gestão de preços mais eficiente. Isso tem sido feito através da renovação no portfólio de produtos, das inovações nas propostas de embalagens e das mudanças no processo de comunicação e marketing. Tudo isso empurrado por um time de gestão extremamente motivado e respaldado por sistemas internos no estado da arte.

Nos EUA, o que se encontrou foi uma estratégia bem menos consistente. Os aumentos de preços se davam uniformemente, sem permitir discriminação entre ambientes econômicos, situações demográficas ou peculiaridades na organização do varejo em cada região. É exatamente isso que o atual time de gestão nos EUA está endereçando, com a ressalva de que a tarefa seria facilitada se o sistema de distribuição fosse mais flexível, como discutimos acima.

Outro ponto interessante a se notar é que cerveja parece ser um bem bastante acessível para os consumidores americanos quando comparado a outros países de alta renda per capita. Comparado aos EUA, uma lata de cerveja é 26% mais cara no Reino Unido, 125% no Canadá, 137% no Japão e 262% na Austrália⁷. Ao longo da última década, o preço da cerveja nos EUA subiu menos do que a inflação⁸, fato que a companhia vê como uma oportunidade. A ABI é líder na maioria dos estados americanos e tem utilizado seu poder de preço para implementar aumentos superiores a inflação, primeiro em outubro de 2009 e depois em setembro de 2010. A MillerCoors (MC), principal concorrente com 30% de *share* nos EUA, tem acompanhado todos os aumentos de preço anunciados até agora. Os mais recentes foram focados no segmento *sub-premium* do mercado, que tanto a ABI quanto a MC vêem como excessivamente descontado em relação as marcas *premium* por conta de sucessivos descontos concedidos pela antiga AB a seus clientes. O intuito é fechar esse *gap*, visto como alto demais quando comparado a outros bens de consumo nos EUA.

Grupo Modelo

A ABI tem um interesse econômico de 50,2% no Grupo Modelo, maior cervejaria mexicana. A Modelo é controlada por cinco famílias locais que estão ligadas à companhia desde sua fundação em 1925 e detêm hoje, em conjunto, 56% do capital votante. O mercado mexicano é o quinto maior *profit pool* de cerveja do mundo⁹. Ainda assim, o consumo per capita, na faixa de 59 litros/habitante/ano é bem inferior aos padrões europeu e norte-americano. O mercado pode ser considerado um duopólio onde a Modelo detém 56% de participação, a Femsa 41% e os importados 3%. Um mercado de difícil penetração, onde 70% do volume é vendido através de bares e de cadeias locais, 20% é consumido fora de casa (no local) e apenas 10% se dá através dos supermercados tradicionais. Ao longo de sua história, a Modelo desenvolveu importantes contratos de exclusividade com as pequenas redes de bairro, apoiando estes estabelecimentos nas iniciativas de marketing nos pontos de vendas e fornecendo *coolers* para muitos deles. O poder de barganha das cervejarias sobre o varejo é enorme e mais de 80% dos produtos são vendidos diretamente, eliminando os

5 Discurso de Jim Koch, fundador, presidente e Chairman do Conselho de Administração da The Boston Beer Company, Inc. na conferência da National Brewers Wholesale Association (NBWA), setembro de 2009.

6 M.J.Mazzoni, *ibidem* nota n.4.

7 Luiz Fernando Edmond, presidente da AB-Inbev North America, apresentação no Investor Event da companhia, ocorrido em Saint Louis, Missouri, nos dias 2 e 3 de junho de 2010.

8 Dave Peacock, presidente da AB-Inbev US, apresentação no mesmo Investor Event.

9 Carlos Brito, presidente da AB-Inbev, apresentação no Investor Event.

intermediários e fazendo com que parte significativa do lucro da cadeia fique com a cervejaria.

Quando analisamos o México por regiões, vemos que os dois principais *players* apresentam expressiva participação em suas áreas de dominância. A Modelo comanda a parte central mais afluyente, enquanto a Femsa se destaca no norte. No sul, a situação é mais equilibrada. Mesmo aí, não se tem notícia de guerra de preços na história recente da indústria no país. Em outras palavras, ao invés de um duopólio, o mercado mexicano é basicamente composto por dois monopólios com características muito parecidas com o mercado no Sudeste do Brasil, amplamente dominado pela Ambev. O ambiente de precificação tem sido bastante favorável nas últimas décadas e não há sinais de que deve mudar. Em janeiro último, a Femsa foi comprada pela Heineken, que adquiriu reputação no mercado global por sempre colocar objetivos de lucro acima de *share* de volume.

Apesar destas condições benignas, estimamos que a margem operacional do negócio de cerveja da Modelo no México tenha ficado em torno de 36% na média dos últimos 5 anos¹⁰, cerca de 6 pontos percentuais abaixo da margem operacional do negócio de cerveja da Ambev no Brasil durante o mesmo período. É razoável argumentar que as margens poderiam ser até maiores no México do que no Brasil, dado que a Modelo possui um *share* maior do *profit pool* da região mais rica do país e que uma parcela ainda maior de suas vendas é feita através da distribuição direta para o varejo. De qualquer forma, certamente há espaço para melhora.

Conforme discutimos nas cartas anteriores, o histórico do time de gestão da ABL em extrair melhorias em companhias adquiridas é bastante favorável. Após a aquisição pela Inbev, a margem operacional da Bud nos EUA subiu de 23% em 2007 para 34,5% nos doze meses acumulados até o terceiro trimestre de 2010. Da mesma forma, a Labbat, no Canadá – um mercado difícil, bastante ‘controlado’ – viu sua margem pular de 26% para 34% nos quatro anos seguintes à aquisição pela Inbev. Acreditamos que sob o comando de um time de gestão dedicado e experimentado, a Modelo também pode vir a apresentar resultados superiores.

Vemos ainda oportunidades em quatro outros *fronts*: primeiro, no capex, já que a Modelo vem investindo no México perto de duas vezes a depreciação nos últimos sete anos. O último grande projeto em construção é uma planta estado da arte em Coahuila, na fronteira com os EUA. Por conta da crise econômica, os volumes nos dois últimos anos estiveram aquém das projeções, de forma que a companhia deve rodar com ociosidade acima de 20% em 2011, no momento em que o novo empreendimento estiver com a capacidade nominal concluída. Será uma oportunidade para otimizar a capacidade industrial

e reduzir os investimentos para níveis abaixo da depreciação nos anos futuros. Se a ABL adquirir a Modelo, os ganhos de eficiência com o manejo dos ativos industriais podem ser ainda maior, envolvendo plantas nos dois países vizinhos.

Segundo, acreditamos que o capital de giro também pode melhorar. Estimamos que o ciclo de conversão de caixa na Modelo seja de aproximadamente 80 dias, enquanto que a ABL e outras companhias globais do setor operam no território de necessidades negativas de capital de giro. O prazo médio de fornecedores parece particularmente baixo. Compreensível, já que até pouco tempo atrás cada planta comprava separadamente, com poder de barganha reduzido. A companhia está implementando um sistema de gestão mais moderno (ERP), abrindo espaço para que essas questões sejam devidamente abordadas.

A terceira oportunidade advém de uma melhor adequação da estrutura de capital. A Modelo vem operando com caixa líquido positivo há bastante tempo. Entendemos a estratégia defensiva, já que a companhia viveu momentos de dificuldades na crise dos anos 90, mas ainda assim, parece-nos uma situação muito conservadora, num negócio que poderia tranquilamente operar num nível de alavancagem de pelo menos 1,5x dívida líquida/ebitda. Neste caso, os retornos para os acionistas seriam melhores, sem qualquer comprometimento da solidez financeira da companhia. A quarta oportunidade que enxergamos vem da constatação de que a Modelo é uma companhia rica em ativos, alguns deles sub-utilizados que poderiam ser monetizados, como o exemplo de uma planta industrial na região nobre da Cidade do México.

Uma companhia com tais qualidades dificilmente aparece como uma barganha e o *valuation*, neste caso, é sempre um aspecto crítico. Acontece que diante das sinergias e oportunidades que a Modelo oferece e o *track record* em aquisições da gestão Inbev, acreditamos que a ABL poderia entregar um retorno interessante para seus acionistas ao longo do tempo.

A Modelo está avaliada em cerca de U\$ 25 bilhões na bolsa mexicana, o que significa que a parcela não detida pela ABL vale U\$ 12,5 bilhões. Se por um lado, a ABL teria que pagar um prêmio para adquirir o controle, por outro a Modelo possui U\$ 1,8 bilhão em caixa. Além disso, por possuir apenas 44% do capital votante, a ABL não consolida os números da Modelo em seu resultado. Caso tivesse o controle, tanto o caixa líquido quanto o ebitda da Modelo, de U\$ 2 bilhões, seriam integralmente consolidados. Como resultado disso, mesmo após levar o prêmio de controle em consideração, a aquisição da Modelo não aumentaria de forma significativa o endividamento da ABL. De acordo com as nossas estimativas, que supõem elevação de margens, redução do capex e do capital de giro, venda de ativos *non-core* e elevação dos níveis de alavancagem, achamos que a ABL pode pagar um prêmio de controle superior a 20% do valor de mercado da Modelo e, ainda assim, gerar um retorno acima do custo de capital para seus acionistas.

A maior dificuldade aqui seria a relutância das famílias controladoras em vender. Os fundadores e herdeiros construíram uma companhia que é um orgulho para seu país, paga dividendos generosos e oferece-lhes um status social de des-

10 O Grupo Modelo não divulga margens operacionais por cada segmento de negócio, quais sejam: cerveja no mercado doméstico, cerveja para exportação e varejo/venda de outros produtos. Chegamos à estimativa de 36% assumindo: i) que as margens do negócio de exportação de cerveja são semelhantes às margens da Crown, uma joint-venture entre a Modelo e a Constellation Brands, responsável pela distribuição das marcas da Modelo nos EUA; ii) uma margem de 5% para os demais negócios do grupo, que incluem uma rede de pouco mais de mil lojas de conveniência no México.

taque, como um dos maiores empregadores do país. As cinco famílias podem ter interesses diferentes, o que aumentaria o tempo e o desgaste de um eventual processo de negociação. A sociologia da venda está longe de ser óbvia. Quando a ABI adquiriu o controle da Bud, as famílias mexicanas recorreram à arbitragem, pleiteando um possível direito de compra da participação da Bud na Modelo. Apesar do desfecho favorável à Inbev, o episódio registra o tom das famílias na sociedade. Por outro lado, com o mercado global cada vez mais consolidado, mais ainda após a aquisição da Femsa pela Heineken, a Modelo corre o risco de ter sua posição de mercado ameaçada por *players* mais capitalizados. Neste caso, poderia ser interessante realizar valor agora ou associar-se a uma companhia maior. Três outros aspectos devem ser avaliados no âmbito de uma eventual transação: o primeiro é que a troca de controle da Modelo pode acionar um *tag along* para os acionistas minoritários da companhia que, dependendo do prêmio pago, pode atingir cerca de US\$ 5 bilhões. O segundo é que, como a Modelo tem 5% de *share* no mercado norte-americano, a aquisição poderia atrair a atenção dos órgãos de defesa da concorrência em alguns estados. Por fim, todas as exportações da Modelo para os EUA, responsáveis por cerca de 20% das vendas totais do grupo, são feitas através de uma *joint-venture* com a Constellation Brands, companhia norte-americana com quem a Modelo possui contrato vigente até 2016. Caso a ABI adquira o controle da Modelo e queira usar sua cadeia de distribuição para vender as marcas da companhia mexicana nos EUA, terá que pagar uma compensação à Constellation.

Brasil

A situação invejável da Ambev no Brasil é amplamente conhecida e tivemos a oportunidade de discuti-la em cartas passadas, inclusive recentemente. Cerca de 70% de toda cerveja vendida no país é produzida em alguma das plantas da companhia. Pela sua posição dominante na região Sudeste, a mais afluyente do país, a participação da Ambev no *profit pool* da indústria é ainda maior. O Brasil passa por um bom momento econômico e o consumo per capita ainda é baixo, comparado a outros países. Os 30% restantes são ocupados por três *players*, um deles recentemente adquirido pela Heineken, como resultado da transação com a Femsa. O ambiente de preço tem sido racional e os dois principais competidores, Petrópolis e Schincariol, com margens bem menores, têm seguido a Ambev nos últimos aumentos de preço.

Além do crescimento natural do mercado, ainda há oportunidades valiosas para a Ambev no Brasil. Na carta 65, comentamos sobre a recente mobilidade social que o país vem experimentando com o crescimento rápido e expressivo da classe média. Lembramos também que a Ambev vem focando esforços em compreender melhor o mercado, segmentando a demanda e oferecendo produtos mais ajustados às preferências, aspirações, estilos e gostos destes consumidores. E isso se traduz em inovação. A mudança recente de mentalidade é nítida, percebe-se na companhia um sentido de urgência em trazer novos produtos ao mercado, onde se destacam, por exemplo, a Antarctica Subzero e a garrafa de um litro de Skol.

Outra oportunidade se apresenta na região Nordeste do país, onde o consumo per capita é de apenas 46 litros, contra 73 do Sudeste, 64 do Sul, 62 do Centro-Oeste e 59 do país¹¹. O Nordeste tem sido particularmente beneficiado com aumentos reais de salários e com os programas federais de transferência de renda. Com isso, a economia da região tem crescido a taxas acima da média do país. A Ambev está sub-representada na região, com uma participação de mercado pouco abaixo dos 60%. O Nordeste é onde a Schincariol é mais forte, com 36% do mercado, bem acima da sua fatia nacional de 12%. A Ambev não tem capacidade industrial suficiente na região e o crescimento de volume recente foi tão intenso que a companhia teve que transportar cerveja produzida em outras partes do país para suprir a demanda local. Isto em parte explica a baixa alavancagem operacional nos resultados do primeiro semestre deste exercício. Atacando a questão, a companhia já ampliou o orçamento do capex de 2010 para a região (para cerca de R\$550 milhões), a fim de acomodar uma maior capacidade fabril local.

O segmento *premium* também é algo que empolga os executivos da empresa. Claramente, este é um nicho pouco explorado no Brasil e deve se beneficiar deste movimento de crescimento do valor 'aspiracional' dos consumidores. A título de comparação, 43% do volume de suco em caixa vendido no país é considerado *premium*, no caso de sopa embalada o *share* é de 42%, iogurte 32%, cigarro 23% e *snacks* 22%¹². Do outro lado do espectro, a cerveja *premium* representa apenas 5% do mercado total. A Rússia tem o mesmo nível da média mundial, de 13%, e na Argentina – onde a Stella Artois é um sucesso – o segmento *premium* representa 16% do mercado¹³. A AmBev pretende explorar esta oportunidade e sabe que tem pela frente o desafio de desenvolver este segmento de mercado.

Nos últimos trimestres, algumas questões impediram a companhia de extrair um maior benefício do crescimento de volume de dois dígitos na primeira metade do ano. A alavancagem operacional foi menor do que se esperava, pelas razões já mencionadas acima e na Carta Dynamo n. 65: capacidade de produção insuficiente nas plantas do Nordeste, importação de latas a preços altos, dada a escassez de oferta no Brasil, maiores despesas de marketing com a Copa do Mundo e resultados negativos dos *hedges* de moedas e de açúcar. A maior parte destes problemas deve se dissipar nos próximos doze meses, o que nos faz crer numa tendência de resultados mais virtuosos à frente.

A ABI detém 62% da Ambev. Esta participação vinha aumentando de forma consistente desde 2004, através de sucessivos programas de recompra de ações pela Ambev. Após a compra da Bud em 2008, a ABI priorizou o processo de desalavancagem, suspendendo as recompras. Como a ABI consolida integralmente o balanço da Ambev, manter sua subsidiária numa situação de caixa confortável era um alvo importante para assegurar o *status* da companhia junto às agências de

11 Joao Castro Neves, presidente da AB-Inbev América Latina Norte, apresentação no Investor Event.

12 Joao Castro Neves, *ibidem*.

13 Joao Castro Neves, *ibidem*.

rating. Nossa projeção é que a razão dívida líquida/ebitda da ABL ao final de 2011 deverá se situar na casa de 2x, o que já permitirá à companhia maior autonomia sobre a destinação dos recursos gerados pelas atividades operacionais. Voltar a aumentar a participação na Ambev é um investimento sobre o qual a ABL tem total poder discricionário, de fácil execução, de custo de transação praticamente nulo, que não toma tempo algum dos executivos, de alto retorno, enfim, uma decisão que evidentemente agrega valor para os acionistas e, portanto, um reflexo quase natural da companhia.

China

A China é hoje, de longe, o maior mercado de cerveja do mundo. Foram 397 milhões de hectolitros consumidos em 2009, mais do que os mercados americano e brasileiro juntos. Ainda assim, a China consome 32 litros de cerveja per capita/ano, contra 59 no Brasil e no México e 74 na Rússia. Estima-se que o consumo cresça 5%^{aa} entre 2009 e 2020, com um volume incremental de 160 milhões de hls até 2015, o equivalente aos mercados brasileiro e mexicano projetados e somados. A estimativa da companhia é que a China deve responder por 46% do crescimento do volume global no período 2010-15¹⁴.

Como em outros segmentos de negócios no país, grandes volumes não implicam em garantia de boa rentabilidade. O mercado de cerveja na China é ainda relativamente fragmentado, inundado por empresas que sobrevivem graças aos subsídios do governo, já que a indústria é um importante empregador em diversas regiões. O ambiente regulatório é tímido e a informalidade disseminada. A adição de capacidade pode custar até seis vezes menos do que no Ocidente e sabe-se que há novas plantas sendo construídas. Uma garrafa de cerveja de 640 ml pode ser encontrada no varejo por U\$ 0,40. Neste contexto, não parece ser surpresa que as margens operacionais sejam das mais baixas da indústria no mundo¹⁵.

Vale lembrar que a China é um país continental, com clima heterogêneo, topologia acidentada e grande variedade de gostos e costumes. Construir uma marca nacional é tarefa longe de trivial. O mercado é segmentado, apresentando contornos locais. A ABL tem 11% de participação total, mas sua força concentra-se no Nordeste e no Sudeste do país.

Antes da aquisição da Bud, a Inbev estava presente no país através de vários veículos: a participação na Fujian Sedrin e participações de controle ou minoritárias em *joint-ventures*. As marcas não tinham muita expressão e, nas palavras da própria companhia, era difícil atrair gente de qualidade porque poucos sabiam quem eles eram. Com a aquisição da Bud, as coisas mudaram. A Budweiser é a marca *premium* líder na China com 35% de *market-share* neste segmento. Harbin é a 5ª maior marca no país com posição de destaque no segmento *sub-premium*. A Inbev tem dito que encontrou um grupo talentoso

e motivado de executivos locais na Bud chinesa. A companhia também enviou executivos de Nova York, do Brasil e da Bélgica para a China, como o próprio atual CEO para a região, egresso do Canadá. Além do reforço importante no time de gestão, a união de forças das duas companhias deve permitir a captura de sinergias operacionais, através da eliminação de duplicidades, e comerciais, com um melhor balanceamento do portfólio de marcas.

Mesmo com o excesso de capacidade e com a presença das empresas controladas pelo Estado, o mercado vai se consolidando lentamente, seja pelo aquecimento da atividade de M&A, seja pelo fechamento de inúmeras pequenas empresas quando o crédito tornou-se mais escasso. Snow, Tsingtao, ABL e Yanjing detêm hoje 57% de participação total¹⁶. Cada uma é mais forte numa determinada região. O consumidor médio da China vê a cerveja como uma bebida *premium*, de forma que pode-se esperar que seu consumo aumente com o incremento da renda disponível.

Os executivos da ABL admitem que o caminho deverá ser íngreme, mas a oportunidade é muito animadora. A China representa 13% do volume total da companhia e apenas 2% do ebitda. Os livros contábeis mostram U\$ 3,5 bilhões em ativos, que geraram apenas U\$ 65 milhões em lucros operacionais em 2009. A receita por hectolitro da ABL na China é metade do Leste Europeu e as margens operacionais rodam abaixo de 4%. As oportunidades são óbvias e acreditamos que a ABL está melhor equipada agora para capturá-las do que estava antes. É possível ainda que aquisições ocorram no trajeto, o que pode acelerar o movimento de maior racionalidade do mercado e de aumento de lucratividade por volume vendido. A experiência em outros países mostra que a consolidação no mercado de cerveja gera margens maiores. Os ganhos de escala industrial, comercial e logística combinados costumam ser relevantes. As coisas podem demorar, mas as perspectivas são promissoras.

Sinergias

Após a aquisição da Bud, a Inbev anunciou uma meta de atingir U\$ 1,5 bilhão em sinergias de custos com as duas companhias combinadas. O programa *Blue Ocean*, descrito pelos próprios executivos da Inbev como detalhado e bem elaborado, já havia previsto uma economia na casa de U\$ 1 bilhão. Ou seja, a aquisição traria um adicional de U\$ 500 milhões, sobre o projeto em curso. Alguns meses depois, a ABL aumentou a meta pra U\$ 2,25 bilhões, o que representa 6,5% das vendas totais combinadas.

Já aprendemos que a eficiência de custo na ABL é um processo que nunca termina. Brasil, Canadá, Argentina ou Europa Ocidental, em todos os casos, as metas foram ultrapassadas. Não nos surpreenderíamos se as sinergias efetivamente capturadas superassem as previsões iniciais. A experiência de fusões entre grandes empresas de consumo ensina que as sinergias podem chegar a até 10% das receitas. Se este for o caso, poderíamos ter cerca de U\$ 1 bilhão de ganho

14 Miguel Patrício, presidente da AB-Inbev Ásia-Pacífico, apresentação no Investor Event.

15 SEEMA International, 2009

16 Miguel Patrício, *ibidem*.

adicional. Reconhecemos também que, quando a estimativa foi revisada para cima no começo do ano, a companhia se via pressionada a reduzir dívida e, ao tornar a meta interna pública, o anúncio funcionou como um sinal para investidores e credores de comprometimento da administração. Agora, com a questão da dívida praticamente resolvida, pode-se esperar que não se ouça grandes anúncios neste *front* e que a redução de custo aconteça de forma silenciosa. Até setembro, já foram capturados U\$ 1,81 bilhão em sinergias. Acreditamos que os 'restantes' U\$ 440 milhões podem ser alcançados sem grandes dificuldades até o final do ano que vem.

Outra oportunidade que o *management* não fala muito em apresentações públicas é a sinergia de receitas. Budweiser é uma marca de cerveja tradicional e globalmente reconhecida. Em alguns lugares, o *recall* da marca se compara ao da Coca-Cola, mostrando potencial para ser testada em eventos de alcance global. Ainda assim, até recentemente, a Bud só era vendida nos EUA, Reino Unido, Irlanda e China. A ABI agora pode usar a distribuição e o canal de vendas da Inbev em lugares como América Latina, Europa e Rússia. A companhia já começou a fazê-lo sem muito alvoroço e é muito difícil quantificar o tamanho desta oportunidade neste momento. Mas se a ABI conseguir trilhar o caminho certo, evitando os erros cometidos com as tentativas de globalização da Brahma e da Leffe e sem canibalizar suas próprias marcas, isso poderia ser algo relevante para a companhia.

Rússia

A Rússia é o terceiro maior *profit pool* de cerveja no mundo. O consumo per capita é maior do que no Brasil e no México, mas cerveja representa apenas cerca de 25% do total do consumo de álcool, contra 50-60% na maioria dos países da Europa Ocidental. Isso é explicado pela grande quantidade de álcool que os russos consomem por ano, cerca de 70% a mais do que os americanos, 20% acima dos alemães, e 35% maior do que os ingleses¹⁷. Responsável por esta estatística tem sido a vodka, facilmente acessível à população, inclusive no mercado informal.

O governo russo tem manifestado preocupações de saúde pública com os efeitos nocivos do consumo indiscriminado da vodka de baixa qualidade. Já a arrecadação de impostos sobre a cerveja vem aumentando expressivamente, embora continue ainda abaixo dos padrões da Europa Ocidental. O mercado de cerveja parece promissor no país e a Carlsberg, através da Baltika, líder com 40% de *share*, projeta crescimento de volumes de 3 a 5% por ano no longo prazo.

Embora algum avanço já tenha sido feito, e mesmo ocupando a segunda posição com 16% do mercado, ABI ainda carece de uma presença mais expressiva no país. Nos últimos anos, a companhia esforçou-se por melhorar a arquitetura das plantas industriais e a composição do portfólio de marcas, na direção do segmento *premium*, mas ainda encontra-se em

franca desvantagem em relação à Carlsberg, quaisquer que sejam as métricas de comparação. As margens operacionais (incluindo a Ucrânia, onde a ABI é líder) patinam em torno dos 10%, ainda longe da Carlsberg no patamar dos 30%. Enquanto a Carlsberg faz € 15 de lucro por hectolitro, a ABI faz menos do que € 5.

O fato de a ABI não ter colocado os ativos da Rússia à venda no programa de desalavancagem parece um sintoma da confiança dos controladores nas perspectivas de longo prazo deste mercado e nas possibilidades de extrair melhores resultados na região. Afinal de contas, trata-se de um mercado do tamanho do Brasil e não se pode deixar de estar por lá. A dúvida que ainda persiste é se a ABI será capaz de progredir sozinha ou se uma aquisição se faz necessária. A Carlsberg seria a primeira opção, mas a fundação controladora e o órgão *anti-trust* podem impor sérias dificuldades. SAB Miller e Heineken, que somadas possuem pouco mais de vinte pontos percentuais de participação de mercado, não parecem vendedores naturais. A Efes Brewery International, controlada pela turca Anadolu Efes, possui 10% de *share* no mercado russo e pode ser um alvo interessante.

Capital de Giro

Mesmo antes de comprar a Bud, a Inbev já vinha concentrando esforços em reduzir suas necessidades de capital de giro. Após a aquisição, o esforço foi intensificado diante da obrigação de gerar caixa para fazer frente aos compromissos financeiros. Muito em função do alargamento dos prazos de pagamentos aos fornecedores, o capital de giro já trocou de sinal, tornando-se negativo. No final de 2009, algo em torno de 8% das vendas era liberado no saldo das contas de capital de giro. A continuar esta tendência, o crescimento marginal na ABI implicará em ganhos adicionais de caixa. Trata-se de um movimento *one-off*, mas certamente qualquer conforto de caixa é bem vindo, além de ajudar na fotografia da métrica de retorno sobre o capital investido.

A companhia não divulgou uma meta pública para o capital de giro, mas os executivos costumam lembrar que a Reckitt Benckiser¹⁸ opera num patamar negativo em torno de 16% da receita. Além disso, existem metas internas de capital de giro para a equipe de compras. Perseguir o nível deste *benchmark* significaria uma expressiva liberação adicional de caixa ao longo do tempo para a ABI.

Algum próximo grande passo?

A ABI já atingiu uma envergadura de destaque no cenário de consumo global. O valor total da empresa neste momento é de U\$ 136 bilhões. Atrás ainda de gigantes como

17 Carlsberg: *From Russia, With Love*, Stirling, 23 de abril de 2009.

18 A Reckitt Benckiser (RB) é uma companhia sediada no Reino Unido com foco em produtos de limpeza, saúde e higiene pessoal. Peter Harf, presidente do Conselho de Administração da ABI, está no Conselho de Administração da RB desde 1999 como representante da Joh A. Benckiser SE, da qual é o presidente. A Joh A. Benckiser SE é o principal acionista da RB.

a Procter & Gamble com U\$ 205 bilhões, ou a Nestlé com U\$ 195 bilhões, próxima da Johnson & Johnson com U\$ 162 bilhões e da Coca-Cola com U\$ 156 bilhões e à frente da Pepsi com U\$ 118 bilhões e da Unilever com U\$ 101 bilhões. As demais cervejarias estão bem atrás da ABI. SAB Miller, Heineken e Carlsberg têm valor de empresa de U\$ 65 bilhões, U\$ 41 bilhões e U\$ 14 bilhões, respectivamente¹⁹.

Uma história de sucesso construída sob os fundamentos de um trabalho meticuloso, habilidade empresarial e mecanismos de incentivos que permitiram atrair e reter o melhor *pool* de talentos disponível. Olhando-se no retrovisor, vê-se que os controladores tomaram algumas decisões discretas importantes, que levaram a companhia para novos patamares de desafios e oportunidades: a aquisição da Brahma em 1989, a fusão com a Antarctica dez anos depois, dando origem à Ambev, a aquisição do controle acionário da Quinsa em 2002, a operação com a Interbrew em 2004 envolvendo a canadense Labatt até, finalmente, a compra da Anheuser-Busch em 2008, formando a ABI como ela é hoje. Nossa estimativa é que a ABI estará gerando algo próximo a U\$ 8 bilhões de caixa em 2012, quando a dívida definitivamente não mais será uma preocupação.

Tendo tudo isso presente, ficamos nos perguntando qual deverá ser o próximo passo relevante para a ABI olhando alguns anos à frente. As oportunidades discutidas até agora, como a compra do controle da Modelo, aumento da participação acionária na Ambev ou aquisições para ampliar as operações na Ásia e na Rússia seriam muito bem-vindas, mas não chegam ao status de decisões transformacionais. Na arena das cervejarias, acreditamos que uma eventual aquisição da SAB Miller é algo que poderia fazer sentido. A companhia tem dois acionistas relevantes: o Grupo Altria, com 27%, e o Grupo Santo Domingo com 14%. A maior parte dos lucros vem da África do Sul e da América Latina (em grande parte Colômbia e Peru), dois mercados com alto potencial de crescimento de consumo per capita, com um *profit pool* relevante e onde a SAB possui posições dominantes. A posição da companhia na China também é forte e muito complementar à da ABI. Esses são atributos que os executivos da ABI costumam apreciar. À exceção dos EUA, onde ABI e SAB detêm juntas 80% do mercado, o *footprint* geográfico é quase que perfeitamente complementar. A questão nos EUA poderia ser resolvida com o envolvimento da Molson Coors, sócia da SAB na *joint-venture* no país, ou de algum outro *player* global.

Fora do setor de cerveja, algo que se especula de forma recorrente é uma eventual combinação com alguma companhia global de refrigerantes. O negócio de refrigerantes possui interseções óbvias com o de cerveja: consumidores comuns, estrutura logística, importância da marca e relacionamento com os canais de venda. A ABI jamais escondeu sua simpatia pelo segmento. A Ambev já engarrafa e distribui marcas da Pepsi no Brasil e recentemente a própria ABI fechou um contrato de compra conjunta de suprimentos com a Pepsi nos EUA. Refrigerantes são produtos de consumo com uma série de ca-

racterísticas comuns à cerveja. Ultimamente, a ABI tem falado bastante sobre a necessidade de aprender com os gigantes globais do setor de consumo, no que diz respeito às campanhas de marketing, relacionamento com varejistas, foco em marcas fortes, posicionamento de marcas globais e locais, além de estratégias de precificação. Tudo isso sugere um horizonte de M&A ainda mais amplo.

Nossa intenção aqui foi a de elencar o mapa de oportunidades que se apresentam à companhia nesta fase pós-Bud. Focamos de forma proposital no potencial dos negócios. Naturalmente, há riscos associados a cada iniciativa, dentre os quais podemos destacar: i) o aumento dos impostos nos EUA; ii) o desafio de revigorar a marca Budweiser, que enfrenta declínio nos EUA desde 1988, além de estancar a perda de *share* de suas principais marcas *premium* para cervejas importadas, *craft beers*, vinho e *spirits*; iii) o baixo crescimento histórico de volumes de cerveja neste mercado, que levanta uma dúvida sobre o potencial desta categoria de consumo no país; iv) os problemas intrínsecos à atividade de M&A – aquisições caras, defensivas ou mal executadas; v) uma limitação ‘natural’ no processo de aculturação, de disseminação desta cultura de excelência, dado o porte que a companhia já atingiu.

Qualquer próximo grande passo, se vier a ocorrer, não se dará de imediato. Como vimos, a agenda de trabalho da ABI parece comprometida no curto prazo. De qualquer forma, pretendemos acompanhar esta questão de perto. Sem exceção, todos os movimentos importantes no passado – alguns deles bastante criticados pelos investidores e pela comunidade financeira quando anunciados – provaram-se bons criadores de valor para os acionistas. Sabemos que nesta matéria o tal do ‘cisne negro’ pode andar à espreita, mas neste caso é difícil recusar a confiança indutiva no sucesso de um próximo capítulo.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2010

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até setembro de 2010

Período	Dynamo Cougar	IBX médio	Ibovespa médio
60 meses	187,9%	120,1%	121,1%
36 meses	48,0%	9,6%	14,6%
24 meses	76,9%	36,6%	44,6%
12 meses	36,5%	11,5%	12,7%
3 meses	13,7%	12,4%	11,5%

Valor da cota em 30/09/2010 = R\$ 285,157122726

¹⁹ Fonte dos valores: Bloomberg.

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,8%	38,8%	-	9,1%	9,1%	-	11,1%	11,1%
1994	-	245,6%	379,5%	-	165,3%	189,3%	-	58,6%	76,2%
1995	-	-3,6%	362,2%	-	-35,1%	87,9%	-	-13,5%	52,5%
1996	-	53,6%	609,8%	-	6,6%	100,3%	-	53,2%	133,6%
1997	-	-6,2%	565,5%	-	-4,1%	92,0%	-	34,4%	213,8%
1998	-	-19,1%	438,1%	-	-31,5%	31,5%	-	-38,4%	93,3%
1999	-	104,6%	1.001,2%	-	116,5%	184,7%	-	69,5%	227,6%
2000	-	3,0%	1.034,5%	-	-2,6%	177,2%	-	-18,1%	168,3%
2001	-	-6,4%	962,4%	-	-8,8%	152,7%	-	-24,0%	104,0%
2002	-	-7,9%	878,9%	-	-24,2%	91,7%	-	-46,0%	10,1%
2003	-	93,9%	1.798,5%	-	145,2%	369,9%	-	141,0%	165,4%
2004	-	64,4%	3.020,2%	-	45,0%	581,2%	-	28,2%	240,2%
1ºTrim/05	-1,7%	-1,7%	2.967,4%	-1,7%	-1,7%	569,9%	1,1%	1,1%	243,8%
2ºTrim/05	5,4%	3,6%	3.133,2%	3,0%	1,3%	589,8%	7,5%	8,7%	269,6%
3ºTrim/05	32,3%	37,1%	4.178,3%	25,2%	26,8%	763,7%	31,6%	43,0%	386,5%
4ºTrim/05	3,0%	41,2%	4.305,5%	3,1%	30,8%	790,7%	0,8%	44,1%	390,2%
1ºTrim/06	23,3%	23,3%	5.332,9%	18,9%	18,9%	959,0%	22,5%	22,5%	500,5%
2ºTrim/06	-3,9%	18,5%	5.122,2%	-4,6%	13,4%	910,5%	-2,7%	19,2%	484,4%
3ºTrim/06	5,7%	25,3%	5.418,6%	2,6%	16,4%	937,2%	-1,0%	18,0%	478,4%
4ºTrim/06	19,6%	49,8%	6.498,3%	23,0%	43,2%	1.175,8%	24,1%	46,4%	617,7%
1ºTrim/07	9,7%	9,7%	7.136,3%	10,1%	10,1%	1.304,3%	6,7%	6,7%	665,8%
2ºTrim/07	29,3%	41,9%	9.259,4%	28,8%	41,8%	1.709,3%	27,2%	35,7%	874,1%
3ºTrim/07	7,5%	52,4%	9.957,6%	15,7%	64,1%	1.993,7%	16,4%	58,0%	1.033,7%
4ºTrim/07	4,8%	59,7%	10.436,6%	2,6%	68,4%	2.048,7%	9,8%	73,4%	1.144,6%
1ºTrim/08	-1,7%	-1,7%	10.253,1%	4,1%	4,1%	2.136,6%	-4,1%	-4,1%	1.094,1%
2ºTrim/08	16,4%	14,4%	11.950,7%	11,6%	16,1%	2.395,0%	17,9%	13,2%	1.308,3%
3ºTrim/08	-32,9%	-23,3%	7.983,4%	-23,4%	-26,0%	1.480,9%	-38,7%	-30,7%	763,2%
4ºTrim/08	-31,1%	-47,1%	5.470,1%	-17,6%	-50,1%	973,3%	-35,9%	-55,5%	453,7%
1ºTrim/09	8,1%	8,1%	5.919,9%	5,1%	5,1%	1.027,5%	10,6%	10,6%	512,5%
2ºTrim/09	44,7%	56,4%	8.612,4%	52,0%	59,6%	1.613,5%	48,8%	64,6%	811,6%
3ºTrim/09	29,4%	102,4%	11.175,9%	34,8%	115,2%	2.210,2%	30,9%	115,5%	1.093,2%
4ºTrim/09	20,4%	143,7%	13.472,6%	17,0%	151,9%	2.603,3%	13,2%	144,0%	1.250,7%
1ºTrim/10	-1,1%	-1,1%	13.318,6%	0,8%	0,8%	2.625,8%	-0,3%	-0,3%	1.255,7%
2ºTrim/10	-0,4%	-1,5%	13.263,4%	-10,7%	-9,9%	2.355,3%	-12,3%	-11,9%	1.089,6%
3ºTrim/10	20,9%	19,0%	16.054,8%	20,2%	8,3%	2.828,3%	18,6%	4,4%	1.310,7%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 36 meses: R\$ 988.521.534,00

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720