

InBev

Companhia de Bebidas das Américas - AmBev

!nBev

American Beverage Company
Compañía de Bebidas de Las Américas
Companhia de Bebidas das Américas

AmBev



NOTA IMPORTANTE

- ❖ Este laudo (“Laudo de Avaliação”) foi preparado pelo Banco Itaú BBA S.A. (“Itaú BBA”) para os fins previstos na Instrução nº 361, de 5 de março de 2002, da Comissão de Valores Mobiliários (“Instrução CVM 361/02” e “CVM” respectivamente) no âmbito da Oferta Pública de Aquisição de Ações por Alienação de Controle da Companhia de Bebidas das Américas – AmBev (“AmBev” ou “Companhia” e a “Oferta”), visando à aquisição, por uma subsidiária da InBev S/A (“InBev” ou “Ofertante”) ou pela própria InBev, a ser definido no edital de oferta pública, da totalidade das ações ordinárias da AmBev em circulação no mercado, na forma do Artigo 254-A da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, observados os termos da Instrução CVM 361/02.
- ❖ O Laudo de Avaliação foi preparado de acordo com os termos do Artigo 8º da Instrução CVM 361/02 e não representa uma proposta, solicitação, aconselhamento ou recomendação por parte do Itaú BBA de adesão à Oferta, sendo a decisão de aderir ou não à Oferta, vendendo suas ações à Ofertante, de responsabilidade única e exclusiva dos acionistas da AmBev detentores de ações ordinárias da Companhia (“Acionistas”), não podendo o Itaú BBA ser responsabilizado por qualquer decisão tomada pelos Acionistas.
- ❖ Os Acionistas devem realizar suas próprias análises quanto à conveniência e oportunidade de aderirem à Oferta e devem consultar seus próprios consultores jurídicos e financeiros a fim de estabelecerem suas próprias opiniões sobre a Oferta de forma independente.
- ❖ O Laudo de Avaliação foi preparado pelo Itaú BBA com base em informações fornecidas pelos administradores da Companhia e da InBev, com base em discussões com a administração das companhias, bem como análises realizadas pelo Itaú BBA e outras informações públicas disponíveis, incluindo demonstrativos financeiros auditados. Tais estimativas e projeções aqui contidas, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo, por exemplo, projeções de receitas, custos, margens de rentabilidade, crescimentos de volume e despesas operacionais) foram baseadas na opinião de membros da administração da AmBev, as quais o Itaú BBA assume terem sido elaboradas de boa-fé.

NOTA IMPORTANTE

- ❖ Na avaliação não foram considerados quaisquer benefícios futuros ou resultados que eventual sucesso da Oferta possa vir trazer à AmBev, tampouco eventuais ganhos advindos da associação da Inbev S.A. (nova denominação da Interbrew S.A.) com a AmBev.
- ❖ As informações aqui contidas refletem as condições financeiras e contábeis da Companhia, bem como as de mercado, vigentes em 30 de junho de 2004. Qualquer alteração dessas condições poderá afetar o resultado do trabalho aqui apresentado.
- ❖ Não há quaisquer garantias de que quaisquer das premissas, estimativas, projeções, resultados parciais ou totais ou conclusões utilizadas ou apresentadas neste Laudo de Avaliação serão efetivamente alcançadas ou virão a se verificar, total ou parcialmente. Os resultados finais verificados poderão ser diferentes das projeções, e estas diferenças podem ser significativas, podendo, ainda, ser impactados, entre outros, pelas condições de mercado.
- ❖ As somas de valores individuais apresentados neste laudo podem ser diferentes do resultado da soma apresentada em função de arredondamento.
- ❖ A faixa de preço para as ações da AmBev considerou intervalo de 10% exclusivamente para atender ao disposto no artigo 8º da Instrução CVM 361/02
- ❖ Este Laudo de Avaliação deve ser utilizado exclusivamente no âmbito da Oferta, devidamente informada ao mercado por meio dos Fatos Relevantes publicados em 31 de agosto de 2004 e 2 de setembro de 2004 no jornal Valor Econômico.
- ❖ O Itaú BBA declara que não recebeu quaisquer valores da AmBev e da InBev a título de remuneração por serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro protocolizado pela Ofertante.

NOTA IMPORTANTE

- ❖ Relatórios de análise de empresas e setores elaborados pelo Itaú BBA e/ou suas afiliadas podem tratar premissas de modo diferente da abordagem desta avaliação e conseqüentemente apresentar resultados significativamente diferentes.
- ❖ Este Laudo de Avaliação não pode ser reproduzido ou publicado sem o prévio consentimento da Itaú BBA, ressalvada a utilização por eventuais interessados na Oferta.
- ❖ O Itaú BBA declara, para fins da Instrução CVM 361/02 que:
 - a) Não possui ações de emissão da AmBev sob sua titularidade.
 - b) A Cia. Itauleasing de Arrendamento Mercantil, afiliada do grupo Itaú possui 243.714 ações preferenciais de emissão da AmBev.
 - c) Fundos e fundações sob gestão do grupo Itaú possuem 6.729.964 ações ordinárias e 43.388.096 ações preferenciais sob sua administração discricionária;
 - d) não há conflito de interesse que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;
 - e) o custo deste Laudo de Avaliação foi de R\$ 400.000,00.



NOTA IMPORTANTE

- ❖ O Itaú BBA possui comprovada experiência na avaliação de companhias abertas. Entre os projetos realizados, podemos citar:
 - ✓ avaliação da Companhia São Paulo de Petróleo S.A. na ocasião de sua alienação para a AGIP Petróleo em 1998;
 - ✓ avaliação da Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) na ocasião de sua associação com o Grupo Francês Casino Guichard Perrachon em 1999;
 - ✓ assessoria financeira na venda da participação na AGIP Distribuidora S.A. de propriedade do Grupo Ipiranga em 1999;
 - ✓ avaliação do Grupo Ultra em sua abertura de capital em 1999;
 - ✓ avaliação dos ativos de distribuição de gás por ocasião da transferência desses ativos da Petrobras Distribuidora S.A. para a Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras em 2002;
 - ✓ avaliação da Petrobras Distribuidora S.A. – BR e da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras na ocasião do fechamento de capital da BR em 2003.
 - ✓ avaliação da Elevadores Atlas Schindler S.A. na ocasião do fechamento de capital em 2003.
- ❖ Data do Laudo de Avaliação: 30 de Junho de 2004.
- ❖ Este documento contempla o atendimento de exigências da CVM datadas de 21 de dezembro de 2004;
- ❖ Responsável pela elaboração do Laudo: Felipe Vivacqua Pinto (Banco Itaú BBA SA)

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISSAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Sumário Executivo

- ❖ O trabalho de avaliação do Itaú BBA utilizou como base as seguintes informações:
- ✓ Informações públicas sobre o setor de atuação da AmBev;
 - ✓ Informações públicas sobre parâmetros macroeconômicos onde a AmBev possui presença relevante;
 - ✓ Informações fornecidas pelos administradores da AmBev, InBev e demais subsidiárias;
 - ✓ Discussões com executivos da AmBev e InBev em relação ao desempenho passado e às expectativas para o futuro dos negócios da Companhia;
 - ✓ Demonstrações financeiras consolidadas, públicas, e informações auditadas da AmBev e balanços e demonstrações de resultados de Quilmes Industrial (Quinsa), Sociéte Anonyme, todas preparadas em BR GAAP (práticas contábeis geralmente aceitas no Brasil) e fornecidas pelos administradores da AmBev.



Sumário Executivo

❖ Valor das Ações – AmBev (R\$)

- ✓ Realizamos a análise do valor das ações considerando três metodologias, sendo a metodologia fluxo de caixa descontado aquela que consideramos a mais adequada para a determinação do valor justo das ações.

R\$ milhões	Extremo Inferior	Valor Médio	Extremo Superior
Valor Econômico			
AmBev - Operações Brasil (excluindo Quinsa)	28.746	30.159	31.697
Quinsa (proporcional) ¹	2.213	2.292	2.376
Valor Total	30.959	32.451	34.073
Número de Ações	37,813,378,604	37,813,378,604	37,813,378,604
Valor Total por lote de mil ações	819	858	901
	Cotação Média²		
	<u>AMBV3</u>	<u>AMBV4</u>	
Valor de Mercado por lote de mil ações	952.8	629.1	
	Valor Patrimonial³		
	<u>31-Mar-04</u>	<u>30-Jun-04</u>	
Valor Patrimonial Consolidado por lote de mil ações	115.0	104.9	

(1) *Considera participação de 50,34% em Quinsa*

(2) *Preço médio ponderado de mercado de 01/Setembro/03 até 30/Agosto/04*

(3) *Valor patrimonial Consolidado*

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISSAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev

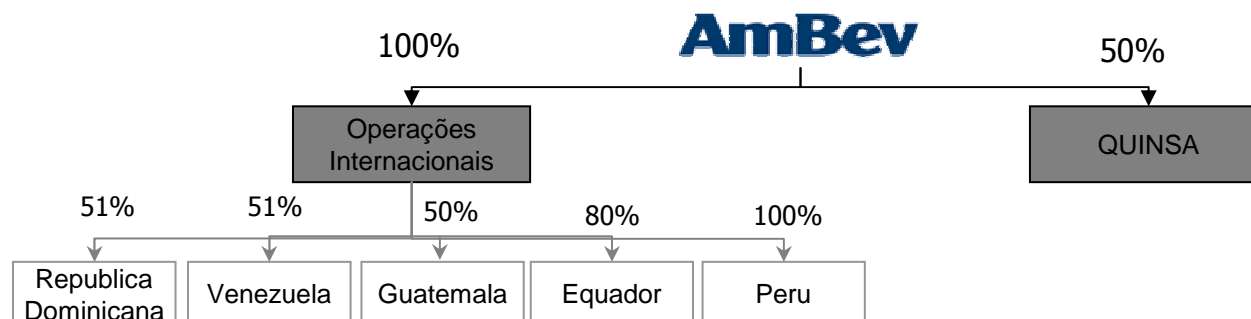
- ❖ A Ambev é maior empresa de bebidas da América Latina em termos de volume de vendas
- ❖ As atividades da AmBev através de suas subsidiárias englobam a produção, distribuição e venda de cervejas, refrigerantes e outras bebidas não alcoólicas
- ❖ O Brasil e a Argentina estão entre os principais mercados de atuação da AmBev, responsáveis pela maior parte das receitas da companhia
- ❖ A AmBev mantém ainda operações na Bolívia, Chile, Paraguai, Uruguai e, em menor escala, Venezuela, Guatemala, Equador, Peru e República Dominicana. Vale destacar que a atuação no Equador e na República Dominicana é recente (final de 2003 e início de 2004 respectivamente)
- ❖ Destaca-se a posição de liderança no mercado de cerveja do Brasil. Em refrigerantes a empresa detém a segunda posição no mercado Brasileiro detendo franquia para comercialização de produtos da PepsiCo no Brasil e na maior parte do Peru.
- ❖ As participações no mercado Argentino, Bolívia, Chile, Paraguai e Uruguai são detidas através de investimento na Quilmes Industrial (QUINSA) SA, que é líder no mercado de cervejas desses países (exceto Chile).

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Breve Histórico e Estrutura Acionária

- ❖ A AmBev foi formada através da combinação da Companhia Cervejaria Brahma e Companhia Antarctica Paulista Indústria Brasileira de Bebidas e Conexos. A combinação das empresas ocorreu ao longo dos anos de 1999 e 2000, envolvendo a troca das ações pertencente aos acionistas controladores de ambas companhias, por ações da AmBev.
- ❖ Em setembro de 2000 a Companhia passou a ser listada na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), lançando American Depositary Receipts da AmBev em substituição aos da Brahma, negociados na NYSE desde junho de 1997.
- ❖ Em maio de 2002, Quilmes Industrial S.A. e AmBev, anunciaram a celebração de um contrato para integrar suas operações no Cone Sul. Em 31 de janeiro de 2003, a Companhia de Bebidas das Américas (AmBev) e a Quilmes Industrial (Quinsa) S.A. anunciaram a conclusão com êxito da sua aliança estratégica, conforme previamente anunciado.
- ❖ No final de 2002 e ao longo de 2003, a AmBev anunciou sua entrada em diversos mercados na América Latina através de aquisições, construção de plantas e alianças permitindo à AmBev a expansão de seus negócios na Guatemala, Peru, Equador e República Dominicana
- ❖ Em março de 2004, AmBev e Interbrew anunciaram um acordo para a criação da InBev, a cervejaria número um do mundo. O grupo, combinado, após a conclusão da associação e da Oferta será a maior cervejaria em volume, com forte participação nos mercados de cerveja mais atrativos do mundo.
- ❖ Maiores informações podem ser obtidas em www.ambev.com.br (fonte: formulário IAN).

Estrutura Societária Simplificada



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Principais Segmentos e Países de Atuação

Principais Segmentos

AmBev Brasil (exclui Quinsa)

Quinsa

91% da receita líquida Consolidada AmBev *

9% da receita líquida Consolidada AmBev *

Brasil

Outros Internacionais

Argentina

Outros Países

97% receita líquida AmBev Brasil*

3% receita líquida AmBev Brasil*

66% receita líquida Quinsa*

34% receita líquida Quinsa*

Principais Marcas
 Skol
 Brahma
 Antartica

Principais Marcas
 Guaraná
 Pepsi

Principais Marcas
 Quilmes Cristal
 Andes
 Brahma

Cerveja

Refrigerante
 +NANC

Cerveja

Refrigerante
 +NANC

77% receita líquida AmBev Brasil*

17% receita líquida AmBev Brasil*

3% receita líquida AmBev Brasil*

43% receita líquida Quinsa*

22% receita líquida Quinsa*

34% receita líquida Quinsa*

* Dados de 2003

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Premissas Gerais

- ❖ **O fluxo de caixa foi projetado até 2013, sendo seus principais componentes:**
 - ✓ Premissas macroeconômicas;
 - ✓ Evolução das vendas das principais linhas de produtos AmBev Brasil e Quinsa separadamente;
 - ✓ Margens das fontes de receita;
 - ✓ Custos operacionais, despesas comerciais, gerais e administrativas;
 - ✓ Investimentos considerados adequados às atividades das Companhias.
- ❖ **A data base da avaliação é 30 de junho de 2004.**
- ❖ **A projeção foi feita em reais nominais.**
- ❖ **Utilizamos a metodologia WACC – Custo Médio Ponderado de Capital - para descontar o fluxo de caixa projetado.**
- ❖ **Para o cálculo do valor terminal utilizamos o Modelo de Gordon e consideramos que a geração de caixa na perpetuidade crescerá 3,5% ao ano tanto para Quinsa quanto para as atividades da AmBev Brasil.**



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Premissas Macroeconômicas

- ❖ As premissas macroeconômicas utilizadas na projeção do fluxo de caixa foram preparadas pela equipe econômica do Itaú BBA ou baseadas em fontes de mercado tais como informações disponibilizadas pelos Bancos Centrais, Fundo Monetário Internacional e/ou Banco Mundial;

✓ Principais Premissas Brasil

Brasil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
crescimento real PIB	3.70%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Câmbio Médio	3.01	3.08	3.12	3.17	3.21	3.26	3.31	3.36	3.41	3.46
Selic Médio	15.92%	16.00%	14.25%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
IPCA - IBGE	7.22%	5.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
IGP-M	12.35%	5.00%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
TJLP	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

✓ Principais Premissas Argentina

Argentina	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
crescimento real PIB	5.50%	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Câmbio Médio (P\$/US\$)	3.06	3.28	3.34	3.41	3.48	3.55	3.62	3.69	3.76	3.83
Inflação Média ao Consumidor	6.7%	9.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISSAS DO DCF

- AmBev Brasil
- Quinsa

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

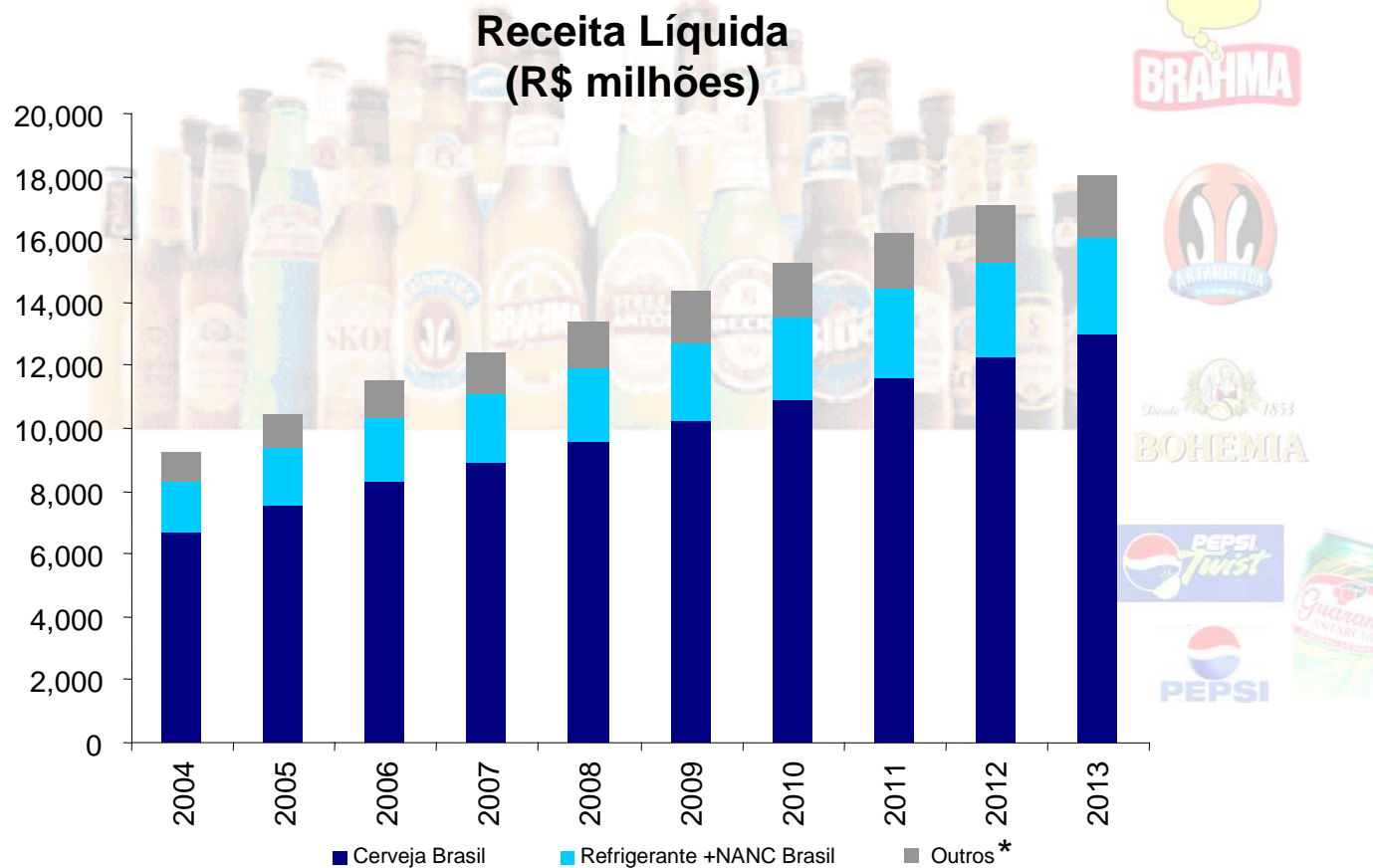
ANEXO II: GLOSSÁRIO



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil – Projeções Operacionais

- ❖ Consideramos, para preparação da análise, a separação dos negócios da AmBev no Brasil e demais países na América Latina, excluindo operações de Quinsa, (“AmBev Brasil”) e os principais segmentos de produtos comercializados nesses mercados.



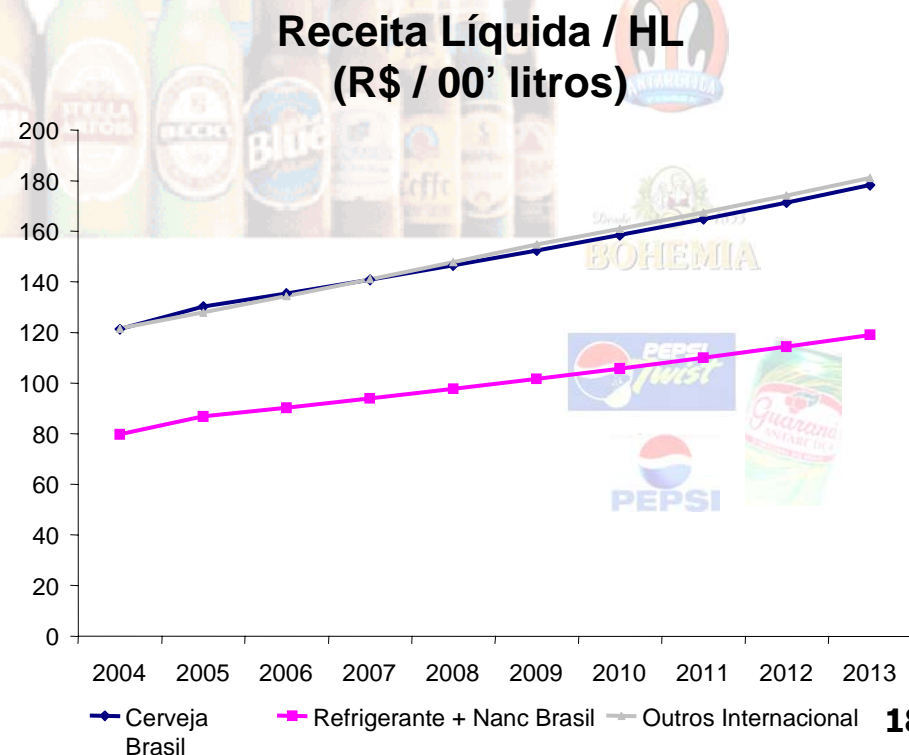
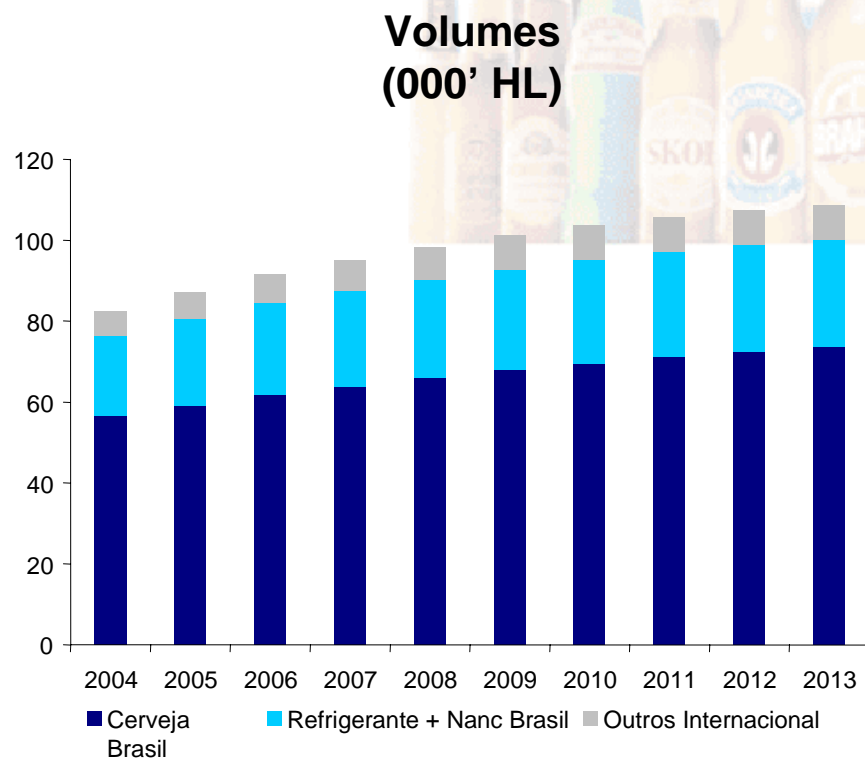
*Segmento “Outros” inclui projeções para operações de cerveja internacionais na Venezuela, Guatemala, Equador, Peru e República Dominicana assim como operações de refrigerante no Peru e República Dominicana

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil – Projeções Operacionais

❖ Evolução dos volumes vendidos e receita médio por Hectolitro vendido da AmBev:

❖ As receitas da AmBev Brasil foram estimadas com base em expectativas para o crescimento dos volumes vendidos, dos preços médios praticados para cada mercado de atuação, expectativas de crescimento econômico e posicionamento da companhia em seus vários mercados de atuação.



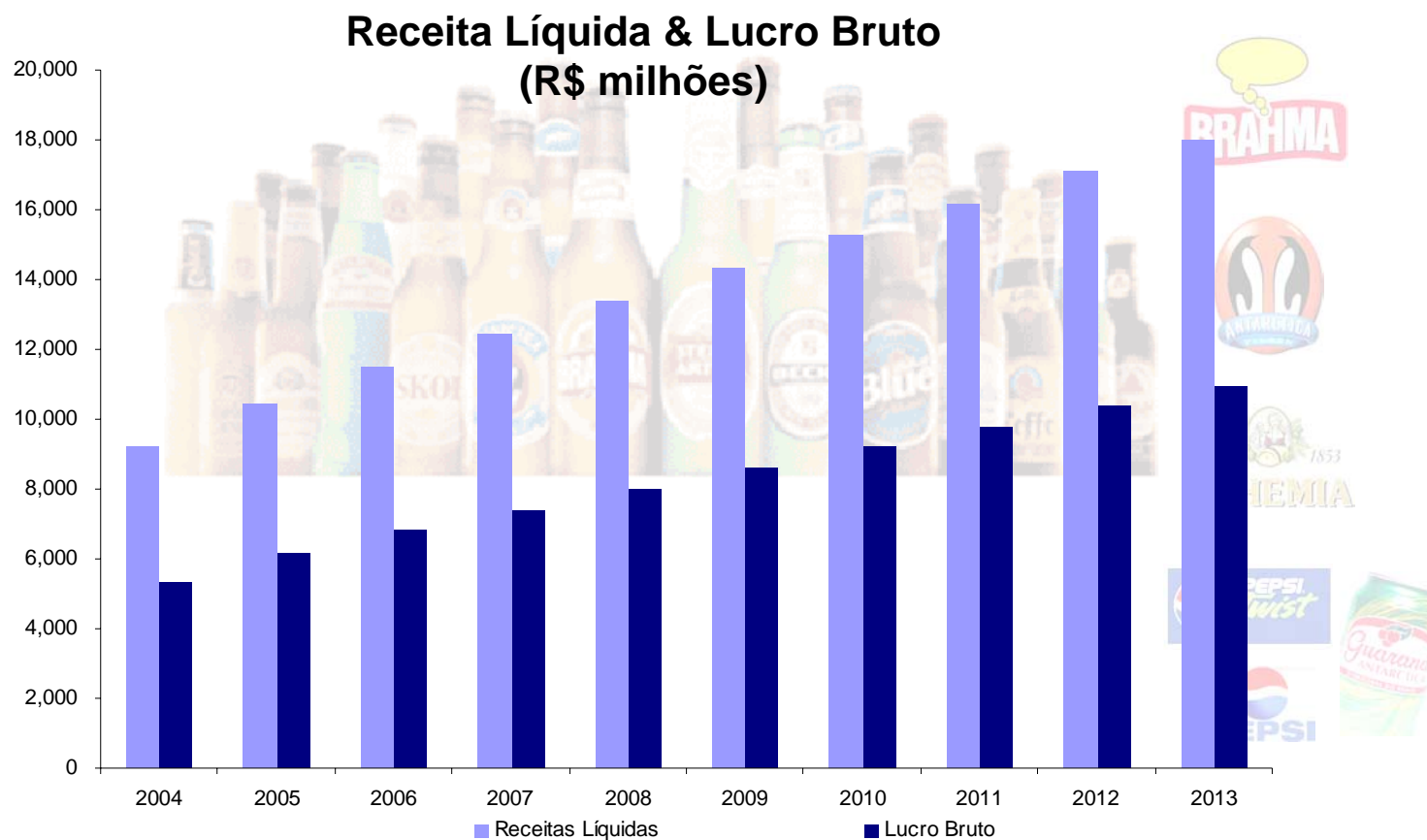
Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Custos Operacionais

- ❖ Para projetarmos os custos da AmBev Brasil, foram consideradas a abertura de custos por principal linha de produto e as estruturas estimadas de custos fixos e variáveis.
 - ✓ **Custos Variáveis:** Com base em análise do histórico de custos praticados por principal linha de produto e discussões com a administração da AmBev projetamos os custos variáveis de cada produto em função das receitas projetadas. Foram considerados ainda, com base em discussões com a administração da AmBev, as estimativas dos custos em função de flutuações nos preços dos principais insumos, matéria prima e demais custos atrelados a variação cambial vis-a-vis a política de hedge da companhia.
 - ✓ **Custos Fixos:** Os custos fixos foram estimados conforme histórico de custos praticados para cada principal linha de produto, ajustados pela inflação média projetada para cada ano.

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Lucro Bruto



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Despesas

❖ Projeções de despesas:

✓ Despesas com Vendas e Marketing

- ✓ As projeções para despesas com vendas e marketing foram baseadas no histórico praticado pela companhia, segundo perspectivas para o ambiente competitivo nos segmentos de atuação da companhia discutidos com a administração das companhias e atualização com base em índice de preços projetados.

✓ Despesas com Distribuição Direta

- ✓ As despesas com distribuição direta foram projetadas em linha com as projeções de volumes vendidos da companhia, levando-se em conta as perspectivas da administração da AmBev com relação aos volumes a serem distribuídos através desse canal no futuro.

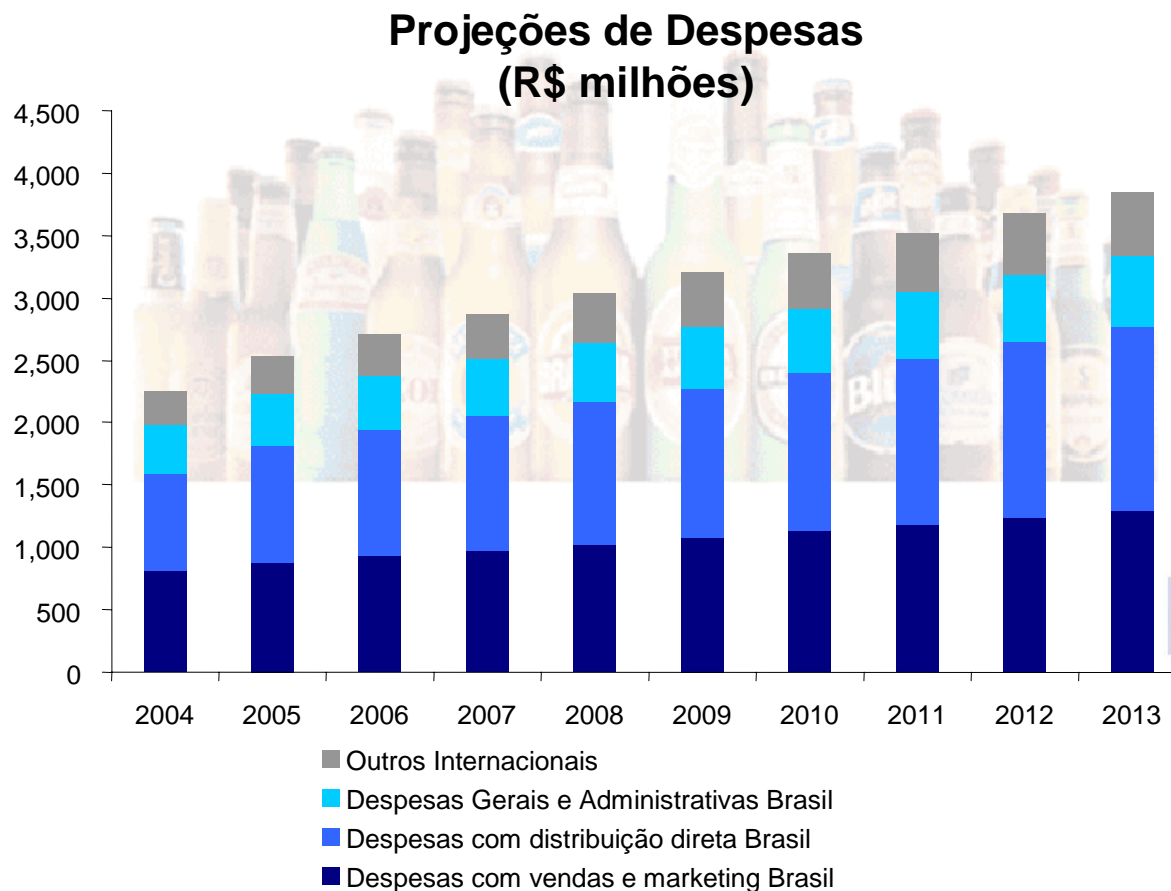
✓ Despesas Administrativas

- ✓ As projeções de despesas administrativas foram realizadas considerando-se atualizações em linha com projeções para a variação de índice de inflação.



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Despesas

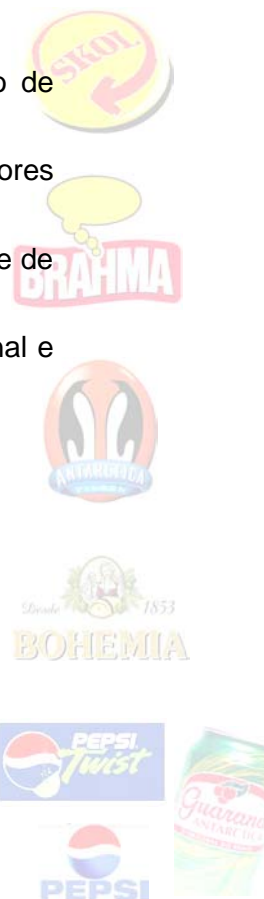
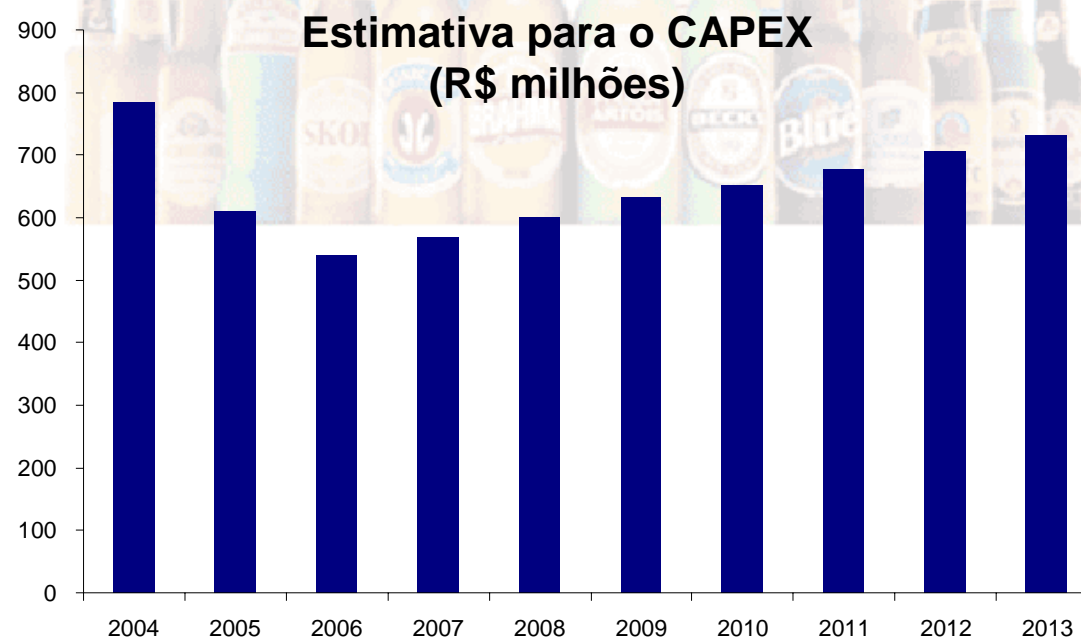


Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Investimentos

❖ Os principais investimentos da Companhia incluem:

- ✓ Gastos com migração para distribuição direta: trata-se de gastos relacionados ao aumento de vendas através de canais de distribuição direta;
- ✓ Instalação e manutenção de coolers: despesas com a instalação e manutenção de refrigeradores com as marcas da AmBev em pontos de venda;
- ✓ Ativos de giro (garrafas): trata-se dos gastos relacionados a renovação e ampliação do estoque de garrafas para fazer frente ao crescimento do volume de vendas;
- ✓ Despesas com manutenção industrial e outros: incluem despesas com manutenção operacional e gastos com os negócios internacionais e outros investimentos de menor vulto.



*A queda nos investimentos em 2006 refere-se a conclusão dos gastos com a migração para distribuição direta, concluída em 2005. Crescimento dos investimentos está ligado principalmente ao crescimento do volume de vendas implicando em maiores gastos com manutenção e ativos de giro.

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

AmBev Brasil - Demais Considerações

❖ Capital de Giro & Impostos

- ✓ **Projetamos a variação da necessidade de capital de giro operacional, conforme premissas abaixo:**
 - ✓ Prazo médio de fornecedores: adotamos a manutenção de prazos médios em linha com o histórico praticado pela AmBev.
 - ✓ Prazo médio de recebimento de créditos e estoques: com base na análise e discussões com a administração da AmBev, adotamos a manutenção de prazos médios praticados historicamente;
 - ✓ Prazo médio de demais ativos e passivos de giro: com base na análise e discussões com a administração da AmBev, adotamos a manutenção de prazos médios praticados historicamente;

❖ Imposto de Renda e Contribuição Social

- ✓ Para as projeções do cálculo de IR/CSLL pagos pela AmBev consideramos os saldos de base negativa de CSLL, prejuízos fiscais conforme as práticas usuais de mercado e expectativas da administração da Companhia.

Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Cálculo do WACC

- ❖ A taxa de desconto utilizada foi o custo médio ponderado de capital estimado para a AmBev Brasil, considerando projeções de fluxos de caixa nominais :

$$\text{WACC} = D/(D+E) * Kd * (1-T) + E/(D+E) * Ke$$

T = Alíquota de Imposto

- ❖ O custo de equity (Ke) foi calculado de acordo com o Capital Asset Pricing Model incluindo a adição de prêmio para o risco Brasil (Rb) resultando em 13,3%. O custo de dívida estimado (Kd) foi de aproximadamente 10%;

$$Ke = Rf + Rb + (Rm-Rf)*\beta_L$$

Rf = Taxa Livre de Risco

Rb = Risco País

Rm = Retorno Mercado

β_L = Beta Alavancado

- ❖ O Beta (β_L) da AmBev Brasil foi determinado através da análise dos Betas de empresas comparáveis, alavancado para estrutura estimada de capital ideal da AmBev Brasil



Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Custo do Capital de Terceiros

- ✓ **Custo médio de capital de terceiros:** o custo de captação foi estimado em 10%.
- ✓ **Taxa de imposto de renda e contribuição social:** 26,0%.

❖ Custo do Capital Próprio

- ✓ **Taxa Livre de Risco:** Utilizamos 4,58% com base no yield to maturity do bônus americano de 10 anos em 30 de junho de 2004
- ✓ **Prêmio de Mercado:** Utilizamos 5,2% calculado com base na média geométrica do prêmio dos retornos de mercado em relação ao T-Bond (10 anos). O período utilizado foi de 1928-2001. (fonte: Damodaran)
- ✓ **Risco Brasil:** Foi estimado em 5,0% baseado em média histórica do spread entre Bônus da República do Brasil e UST Bonds e considerações de nossa equipe macroeconômica, captando a nossa percepção do risco Brasil.
- ✓ **Beta:** Utilizamos Beta calculado com base na média dos Betas desalavancados de empresas comparáveis re-alavancado para estrutura ideal estimada da AmBev.

Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Resultado: Custo Médio Ponderado de Capital

Empresas Comparáveis

Empresa	β_u	%Debt**
CCU	0.88	14%
MOLSON	0.64	22%
SABMILLER	0.57	24%
GRUPO MODELO	0.63	0%
ADOLPH COORS	0.57	33%
HEINEKEN	0.25	23%
ANHEUSER-BUSCH	0.26	16%
INTERBREW	0.47	24%
BOSTON BEER CO.	0.81	0%
KIRIN BREWERY CO.	0.46	21%
Mediana	0.57	22%

WACC	
Beta Desalavancado	0.57
Beta Alavancado	0.72
Taxa Livre de Risco	4.58%
Risco País	5.0%
Rm-Rf	5.2%
Ke	13.3%
Kd x (1-T)	7.5%
T	26.0%
% Debt**	25%
% Equity**	75%
WACC*	11.84%

* Fluxo foi descontado pelo WACC \pm 0,35%

** Determinada com base em estimativa para a estrutura de capital ótima projetada, análise de empresas comparáveis e percepção do Itaú BBA

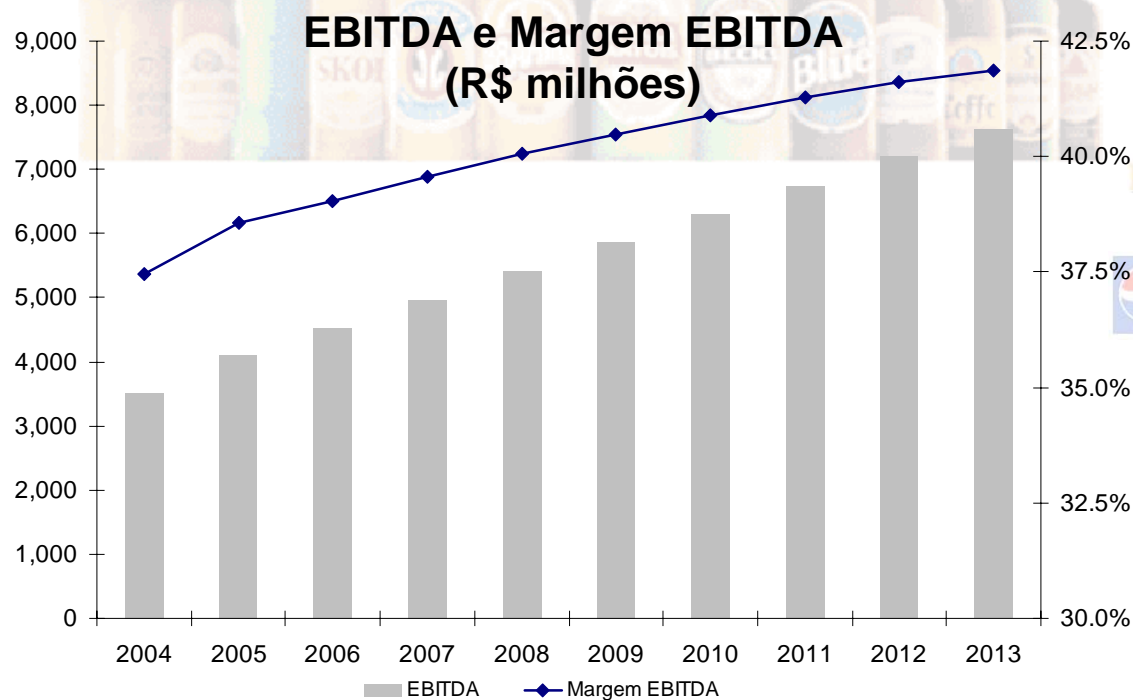
*** $K_d = R_f + R_{\text{País}} + \text{spread de } 0,5\%$

Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Resultados*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receitas Líquidas	9,391	10,639	11,623	12,552	13,513	14,503	15,425	16,358	17,295	18,214
CPV	(3,916)	(4,310)	(4,677)	(5,007)	(5,347)	(5,706)	(6,035)	(6,367)	(6,702)	(7,031)
Lucro Bruto	5,475	6,329	6,946	7,545	8,166	8,797	9,391	9,990	10,593	11,183
Margem Bruta	58.3%	59.5%	59.8%	60.1%	60.4%	60.7%	60.9%	61.1%	61.2%	61.4%
Despesas Operacionais	(2,641)	(2,930)	(3,093)	(3,235)	(3,391)	(3,559)	(3,714)	(3,875)	(4,043)	(4,214)
EBIT	2,834	3,400	3,853	4,310	4,775	5,238	5,677	6,115	6,550	6,969
Depreciação Total	684	704	685	657	639	631	632	636	644	657
EBITDA	3,518	4,104	4,538	4,967	5,414	5,870	6,308	6,751	7,195	7,626
margem EBITDA	37.5%	38.6%	39.0%	39.6%	40.1%	40.5%	40.9%	41.3%	41.6%	41.9%

* Inclui operações no Brasil e Outros Internacionais



Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Fluxo de Caixa*

❖ Fluxo de Caixa Projetado (R\$ milhões)

	2S04	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	2,112	3,518	4,104	4,538	4,967	5,414	5,870	6,308	6,751	7,195	7,626
margem EBITDA	39.4%	37.5%	38.6%	39.0%	39.6%	40.1%	40.5%	40.9%	41.3%	41.6%	41.9%
IR/CSLL	(344)	(573)	(658)	(765)	(889)	(1,217)	(1,531)	(1,655)	(1,778)	(1,898)	(2,012)
CAPEX	(471)	(785)	(611)	(541)	(570)	(600)	(633)	(651)	(679)	(706)	(731)
NCG	(60)	(100)	(116)	(115)	(87)	(90)	(92)	(87)	(87)	(88)	(86)
Participações nos resultados	(60)	(99)	(119)	(135)	(151)	(167)	(183)	(199)	(214)	(229)	(244)
Outras Despesas Operacionais Caixa	(35)	(58)	(65)	(72)	(78)	(83)	(89)	(95)	(101)	(107)	(113)
Fluxo de Caixa Livre Desalavancado	1,142	1,903	2,535	2,911	3,193	3,257	3,341	3,622	3,892	4,166	4,440

* Inclui operações no Brasil e Outros Internacionais

	2S04	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fluxo de Caixa Livre Desalavancado (US\$)	382	823	933	1,007	1,014	1,025	1,094	1,158	1,222	1,283
Perpetuidade (US\$)***	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,924

Limite Inferior
WACC 12,2%

Valor Presente Fluxo de Caixa Livre (US\$)	361	693	700	673	605	544	518	489	460	430
Valor Presente Perpetuidade (US\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.124

Limite Superior
WACC 11,5%

Valor Presente Fluxo de Caixa Livre (US\$)	362	699	711	688	622	563	540	512	485	457
Valor Presente Perpetuidade (US\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.915

Valor Presente Fluxo de Caixa: de R\$ 16.875 MM a R\$ 17.388 MM

Para o cálculo do valor da perpetuidade, utilizamos o Modelo de Gordon para o fluxo de caixa livre em 2013E com crescimento na perpetuidade de 3,5% aa.

Valor Presente Perpetuidade: R\$ 15.804 MM a R\$ 18.241 MM

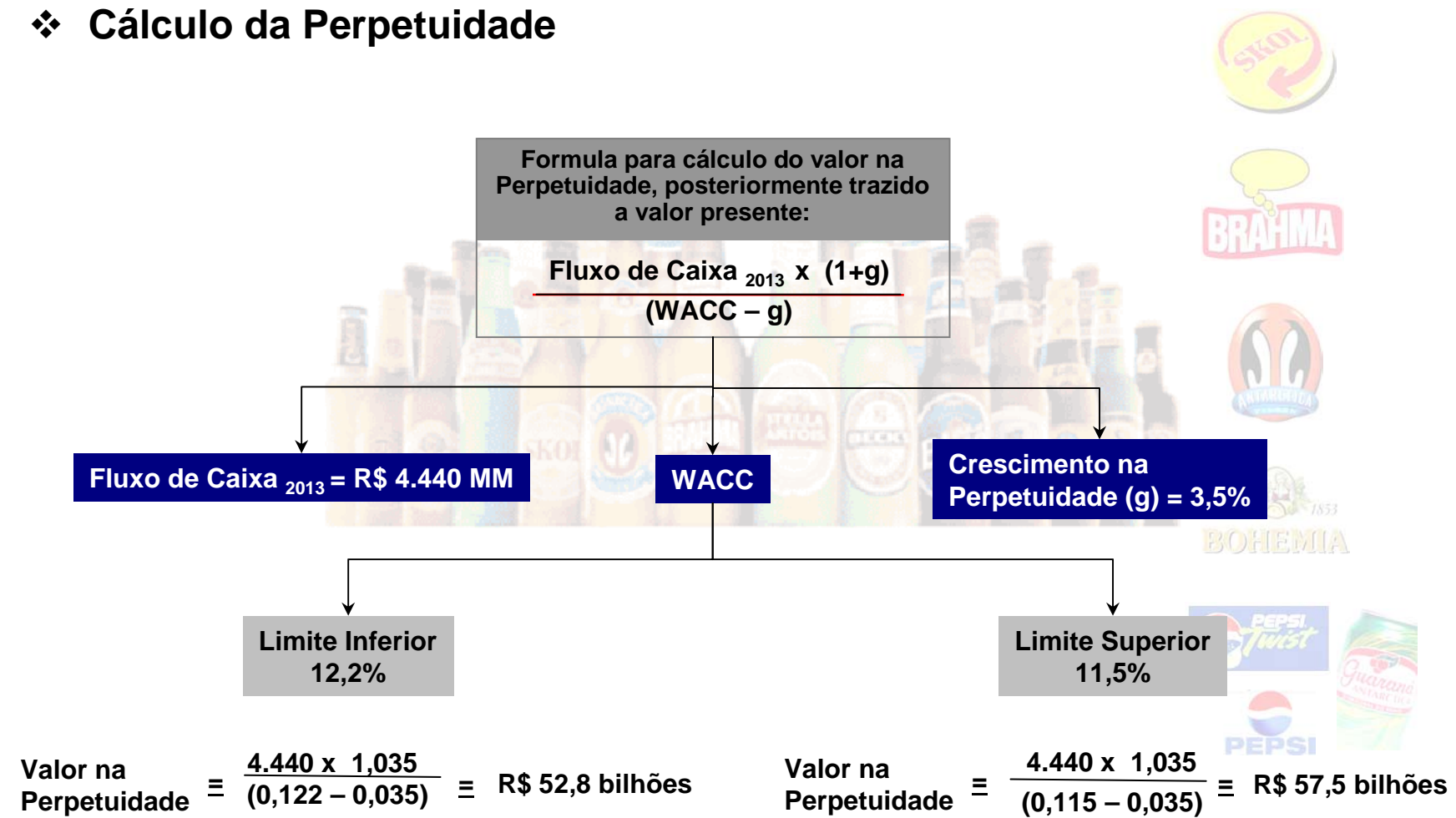
Fluxos de caixa convertidos para dolares americanos, compatíveis com WACC nominal nessa moeda.

**Somatória do valor presente dos fluxos de caixa e perpetuidade convertidos pela taxa de câmbio de R\$ 3,08/US\$ (fechamento 30/06/2004)

*** Segundo WACC de 11.84%

Resultado da Avaliação AmBev Brasil-Perpetuidade

❖ Cálculo da Perpetuidade



Resultado da Avaliação

AmBev Brasil- Resultados

- ❖ Valor Econômico da AmBev Brasil assumindo WACC (Custo médio ponderado de capital) de 11,5% a 12,2% aa.

WACC	11,5%	↔	12,2%
(+) Valor Presente Fluxo	R\$ 17.388 MM		R\$ 16.875 MM
(+) Valor Presente Perpetuidade	R\$ 18.241 MM		R\$ 15.804 MM
(=) Valor da Firma	R\$ 35.630 MM	↔	R\$ 32.679 MM
(+) Caixa	R\$ 2.027 MM		R\$ 2.027 MM
(-) Dívida	R\$ 5.960 MM		R\$ 5.960 MM
(=) Valor para acionista	R\$ 31.697 MM		R\$ 28.746 MM

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISSAS DO DCF

- AmBev Brasil
- Quinsa

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa – Projeções Operacionais

- ❖ Consideramos, para preparação da análise, a separação dos negócios da Quinsa separadamente das atividades da AmBev Brasil e os principais segmentos de produtos comercializados nesses mercados:
- ❖ As receitas de Quinsa foram estimadas com base em expectativas para o crescimento dos volumes vendidos, dos preços médios praticados para cada mercado de atuação, expectativas de crescimento econômico nos mercados específicos de atuação e posicionamento da companhia em tais mercados.

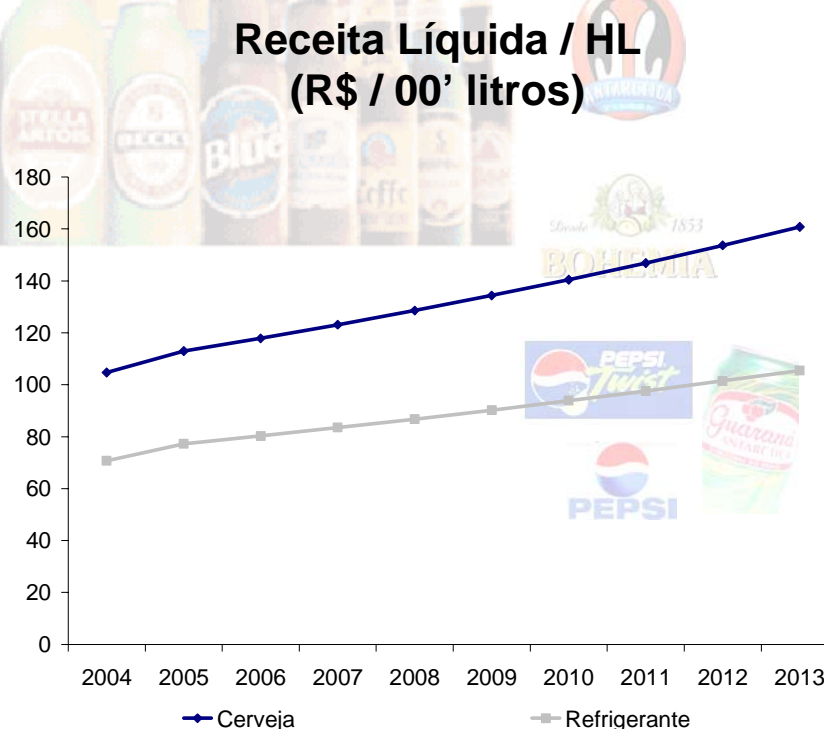
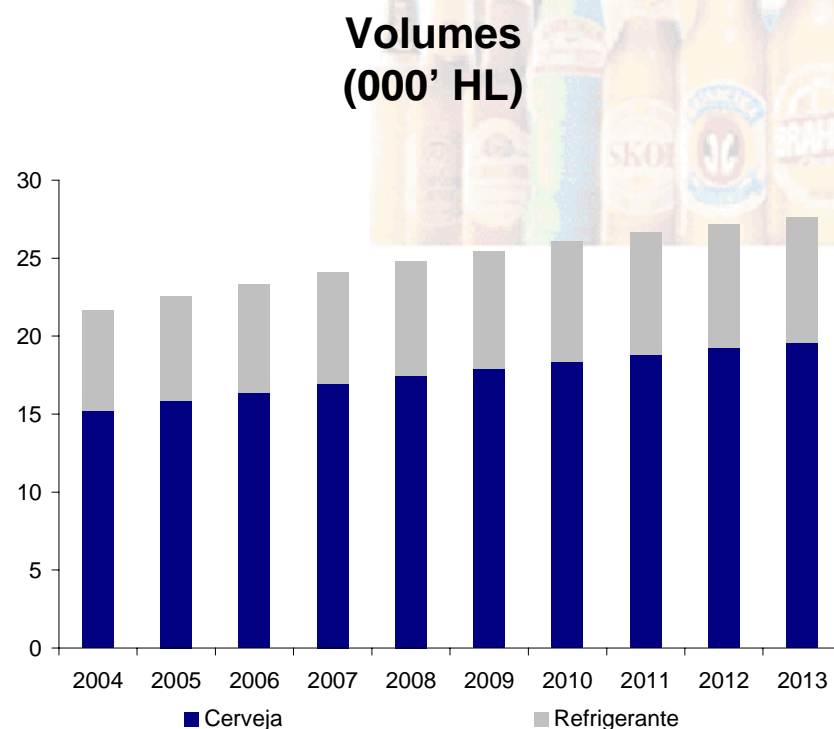


Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa – Projeções Operacionais

❖ Evolução dos volumes vendidos e receita médio por Hectolitro vendido da Quinsa:

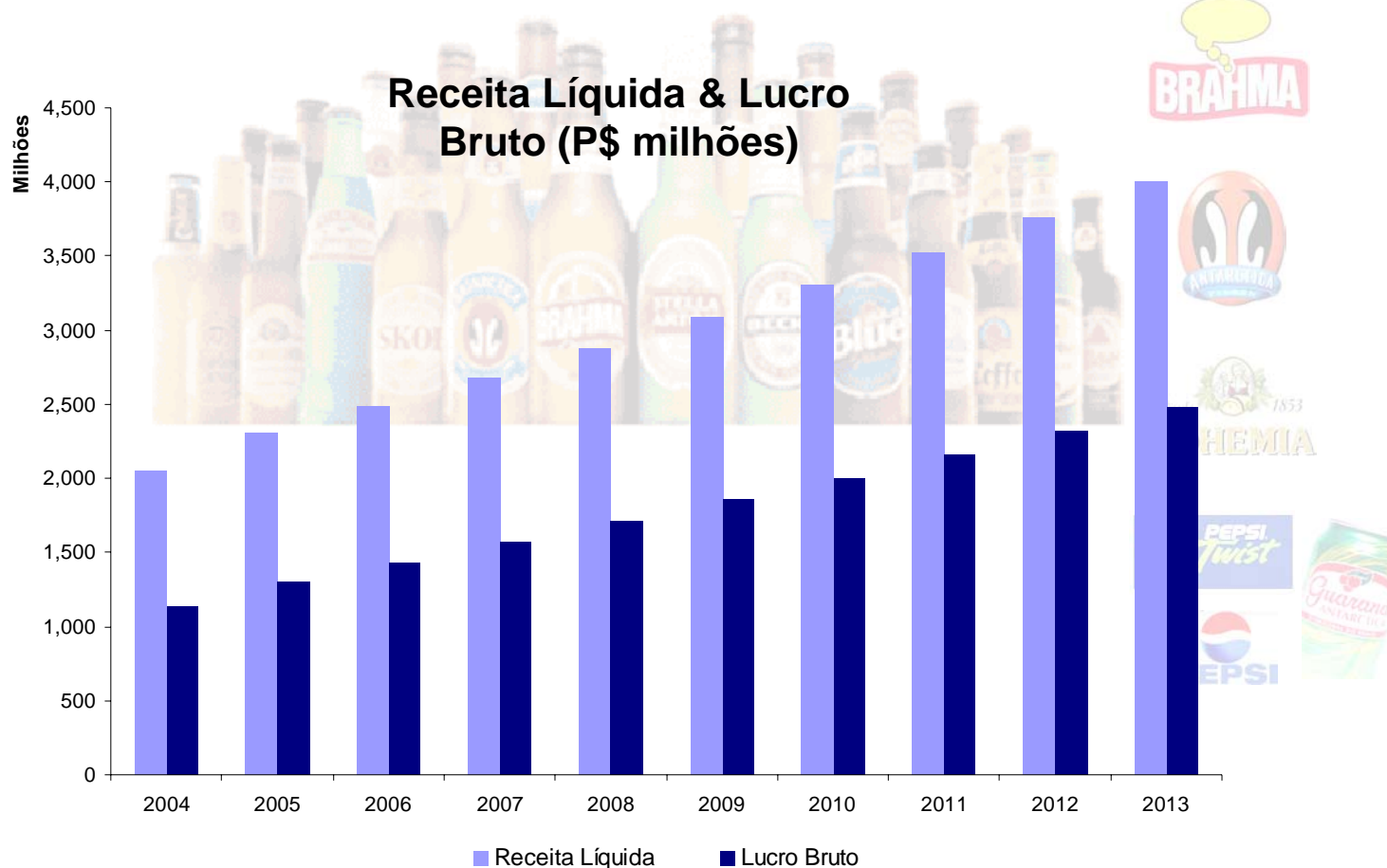
❖ As receitas de Quinsa foram estimadas com base em expectativas para o crescimento dos volumes vendidos, dos preços médios praticados para cada mercado de atuação, expectativas de crescimento econômico nos mercados específicos de atuação e posicionamento da companhia em tais mercados.



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa - Custos Operacionais

- ❖ Para projetarmos os custos da Quinsa, foram consideradas a abertura **da** estrutura estimadas de custos fixos e variáveis compatíveis com os volumes de vendas por produto da empresa.



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa - Despesas

❖ Projeções de despesas:

✓ Despesas com Vendas e Marketing

- ✓ As projeções para despesas com vendas e marketing foram baseadas no histórico praticado pela companhia, segundo perspectivas para o ambiente competitivo nos segmentos de atuação da companhia discutidos com a administração das companhias e atualização com base em índice de preços projetados.

✓ Despesas com Distribuição

- ✓ As despesas com distribuição foram projetadas em linha com as projeções de volumes vendidos da companhia, levando-se em conta as perspectivas da administração para despesas com distribuição.

✓ Despesas Administrativas

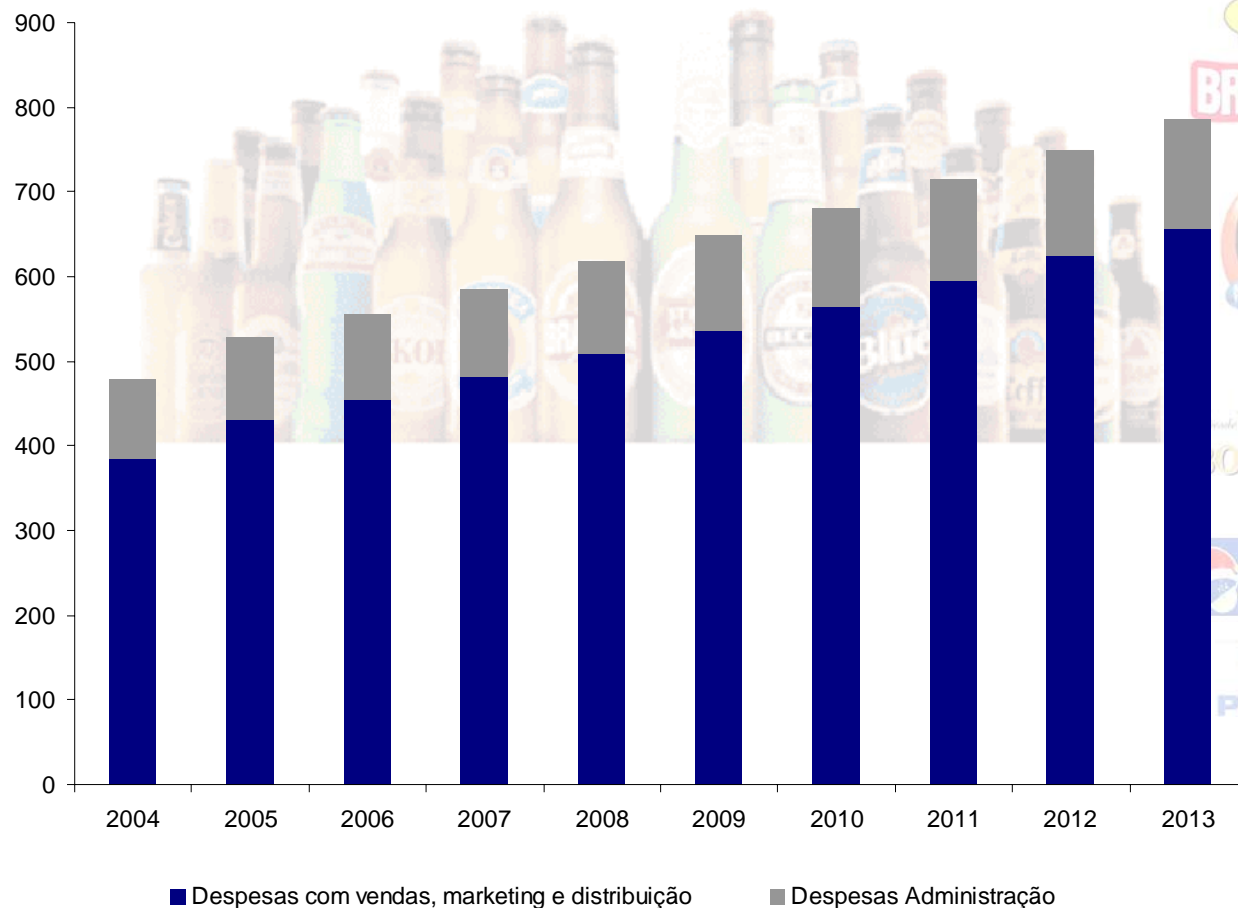
- ✓ As projeções de despesas administrativas foram realizadas considerando-se atualizações em linha com projeções para a variação de índice de inflação.



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa - Despesas

❖ Projeções de Despesas (P\$ Milhões)



Principais Premissas: Fluxo de Caixa

Quinsa - Investimentos

❖ Os principais investimentos da Companhia incluem:

- ✓ Instalação e manutenção de coolers: despesas com a instalação e manutenção de refrigeradores com as marcas da Quinsa em pontos de venda;
- ✓ Ativos de giro (garrafas): trata-se dos gastos relacionados a renovação e ampliação do estoque de garrafas para fazer frente ao crescimento do volume de vendas;
- ✓ Despesas com manutenção industrial e outros: incluem despesas com manutenção operacional e outros investimentos de menor vulto.



*Crescimento dos investimentos está ligado principalmente ao crescimento do volume de vendas implicando em maiores gastos com manutenção e ativos de giro.

Principais Premissas: Fluxo de Caixa

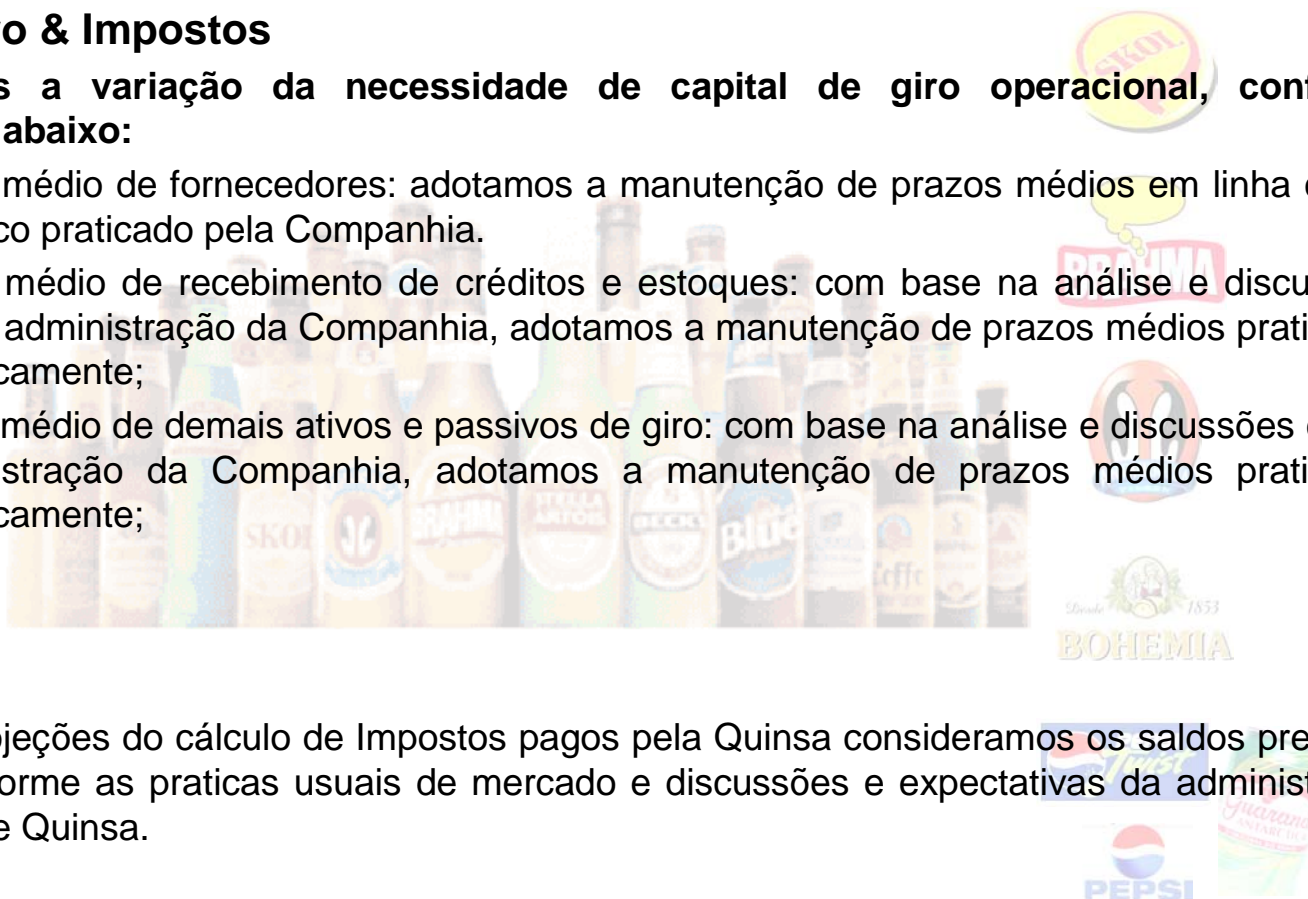
Quinsa - Demais Considerações

❖ Capital de Giro & Impostos

- ✓ **Projetamos a variação da necessidade de capital de giro operacional, conforme premissas abaixo:**
 - ✓ Prazo médio de fornecedores: adotamos a manutenção de prazos médios em linha com o histórico praticado pela Companhia.
 - ✓ Prazo médio de recebimento de créditos e estoques: com base na análise e discussões com a administração da Companhia, adotamos a manutenção de prazos médios praticados historicamente;
 - ✓ Prazo médio de demais ativos e passivos de giro: com base na análise e discussões com a administração da Companhia, adotamos a manutenção de prazos médios praticados historicamente;

❖ Impostos

- ✓ Para as projeções do cálculo de Impostos pagos pela Quinsa consideramos os saldos prejuízos fiscais conforme as praticas usuais de mercado e discussões e expectativas da administração da AmBev e Quinsa.



Resultado da Avaliação

Quinsa- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Cálculo do WACC

- ❖ A taxa de desconto utilizada foi o custo médio ponderado de capital estimado para a Quinsa, considerando projeções de fluxos de caixa nominais :

$$\text{WACC} = D/(D+E) * Kd * (1-T) + E/(D+E) * Ke$$

T = Alíquota de Imposto

- ❖ O custo de equity (Ke) foi calculado de acordo com o Capital Asset Pricing Model incluindo a adição de prêmio para o risco Argentina estimado (Rb) resultando em aproximadamente 17,3%. O custo de dívida estimado (Kd) foi de aproximadamente 14,6%;

$$Ke = Rf + Rb + (Rm-Rf)*\beta_L$$

Rf = Taxa Livre de Risco

Rb = Risco País

Rm = Retorno Mercado

β_L = Beta Alavancado

- ❖ O Beta (β_L) da Companhia foi determinado através da análise dos Betas de empresas comparáveis, alavancado para estrutura estimada de capital ideal estimada para Quinsa



Resultado da Avaliação

Quinsa- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Custo do Capital de Terceiros

- ✓ **Custo médio de capital de terceiros:** o custo de captação foi estimado em 14,6%.
- ✓ **Taxa de imposto :** 30,0%.

❖ Custo do Capital Próprio

- ✓ **Taxa Livre de Risco:** Utilizamos 4,58% com base no yield to maturity do bonus americano de 10 anos em 30 de junho de 2004
- ✓ **Prêmio de Mercado:** Utilizamos 5,2% calculado com base na média geométrica do prêmio dos retornos de mercado em relação ao T-Bond (10 anos). O período utilizado foi de 1928-2001. (fonte: Damodaran)
- ✓ **Risco Argentina:** Foi estimado em 9,0% segundo comparação de ratings histórico de diversos países e respectivos spreads de seus Bônus e UST Bonds e considerações de nossa equipe macroeconômica, captando a nossa percepção do risco Argentina para o futuro.
- ✓ **Beta:** Utilizamos Beta calculado com base na média dos Betas desalavancados de empresas comparáveis realavancado para estrutura ideal da Quinsa.

Resultado da Avaliação

Quinsa- Custo Médio Ponderado de Capital - WACC

❖ Resultado: Custo Médio Ponderado de Capital

Empresas Comparáveis

Empresa	β_u	%Debt**
CCU	0.88	14%
MOLSON	0.64	22%
SABMILLER	0.57	24%
GRUPO MODELO	0.63	0%
ADOLPH COORS	0.57	33%
HEINEKEN	0.25	23%
ANHEUSER-BUSCH	0.26	16%
INTERBREW	0.47	24%
BOSTON BEER CO.	0.81	0%
KIRIN BREWERY CO.	0.46	21%

Mediana	0.57	22%
---------	------	-----

WACC	
Beta Desalavancado	0.57
Beta Alavancado	0.71
Taxa Livre de Risco	4.58%
Risco País	9.0%
Rm-Rf	5.2%
Ke	17.3%
Kd x (1-T)	10.2%
T	30.0%
% Debt**	25%
% Equity**	75%

WACC* 15.5%

* Fluxo foi descontado pelo WACC \pm 0,35%

** Determinada com base em estimativa para a estrutura de capital ótima projetada, análise de empresas comparáveis e percepção do Itaú BBA

*** $K_d = R_f + R_{\text{país}} + \text{spread de } 1,0\%$

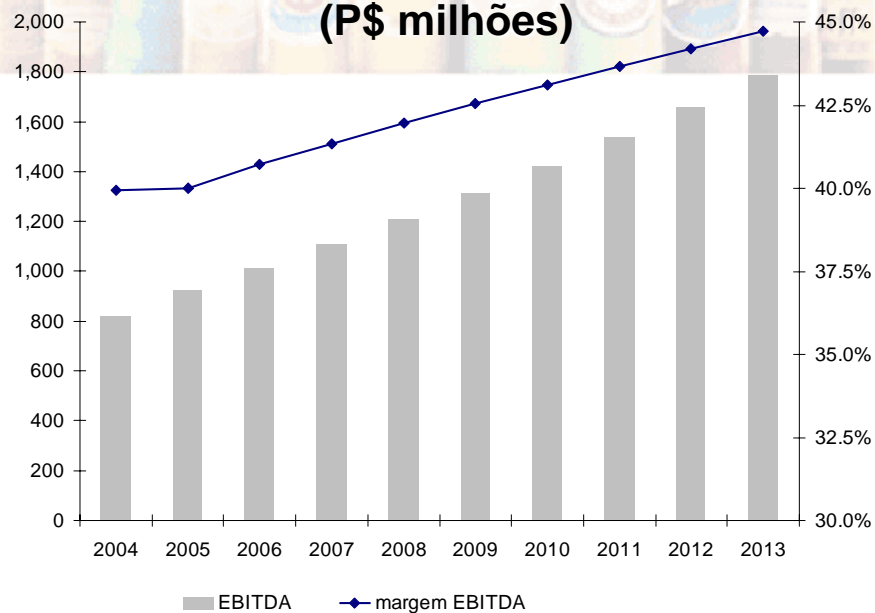
Resultado da Avaliação

Quinsa- Resultados

❖ Resultados (P\$ milhões)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receitas Líquidas	2,048	2,307	2,490	2,682	2,882	3,090	3,306	3,529	3,760	3,997
Lucro Bruto	1,132	1,302	1,435	1,572	1,712	1,857	2,006	2,160	2,319	2,483
margem bruta	55.3%	56.5%	57.6%	58.6%	59.4%	60.1%	60.7%	61.2%	61.7%	62.1%
Despesas Operacionais	(551)	(593)	(616)	(640)	(667)	(696)	(726)	(758)	(791)	(825)
EBIT	581	709	820	931	1,045	1,161	1,280	1,402	1,528	1,658
Depreciação Total	237	214	194	177	164	153	145	138	133	129
EBITDA	818	923	1,013	1,109	1,209	1,315	1,425	1,541	1,661	1,787
margem EBITDA	39.9%	40.0%	40.7%	41.3%	42.0%	42.5%	43.1%	43.7%	44.2%	44.7%

**EBITDA e Margem EBITDA
(P\$ milhões)**



Resultado da Avaliação

Quinsa- Fluxo de Caixa

❖ Fluxo de Caixa Projetado (P\$ milhões)

	2S04	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA	406	818	923	1,013	1,109	1,209	1,315	1,425	1,541	1,661	1,787
margem EBITDA	40.5%	39.9%	40.0%	40.7%	41.3%	42.0%	42.5%	43.1%	43.7%	44.2%	44.7%
Impostos	(20)	(40)	(79)	(246)	(279)	(314)	(348)	(384)	(421)	(459)	(497)
CAPEX	(44)	(88)	(86)	(88)	(92)	(95)	(98)	(102)	(105)	(108)	(111)
NCG	(15)	(30)	(17)	(12)	(13)	(14)	(14)	(15)	(16)	(16)	(17)
Participações Administradores	(10)	(20)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)
Fluxo de Caixa Livre Desalavancado	317	640	719	644	700	762	827	897	971	1,049	1,132

	2S04	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fluxo de Caixa Livre Desalavancado (US\$)	106	219	192	205	219	233	248	264	279	295
Perpetuidade (US\$)***	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,547

Limite Inferior
WACC 15,9%

Valor Presente Fluxo de Caixa Livre (US\$)	99	176	133	123	113	104	95	87	80	73
Valor Presente Perpetuidade (US\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	612

Limite Superior
WACC 15,2%

Valor Presente Fluxo de Caixa Livre (US\$)	99	177	135	125	116	107	99	91	84	77
Valor Presente Perpetuidade (US\$)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	687

Valor Presente Fluxo de Caixa: de R\$ 3.340 MM a 3.432 R\$ MM

Para o cálculo do valor da perpetuidade, utilizamos o Modelo de Gordon para o fluxo de caixa livre em 2013E com crescimento na perpetuidade de 3,5% aa.

Valor Presente Perpetuidade: R\$ 1.887 MM a R\$ 2.119 MM

Fluxos de caixa convertidos para dolares americanos, compatíveis com WACC nominal nessa moeda.

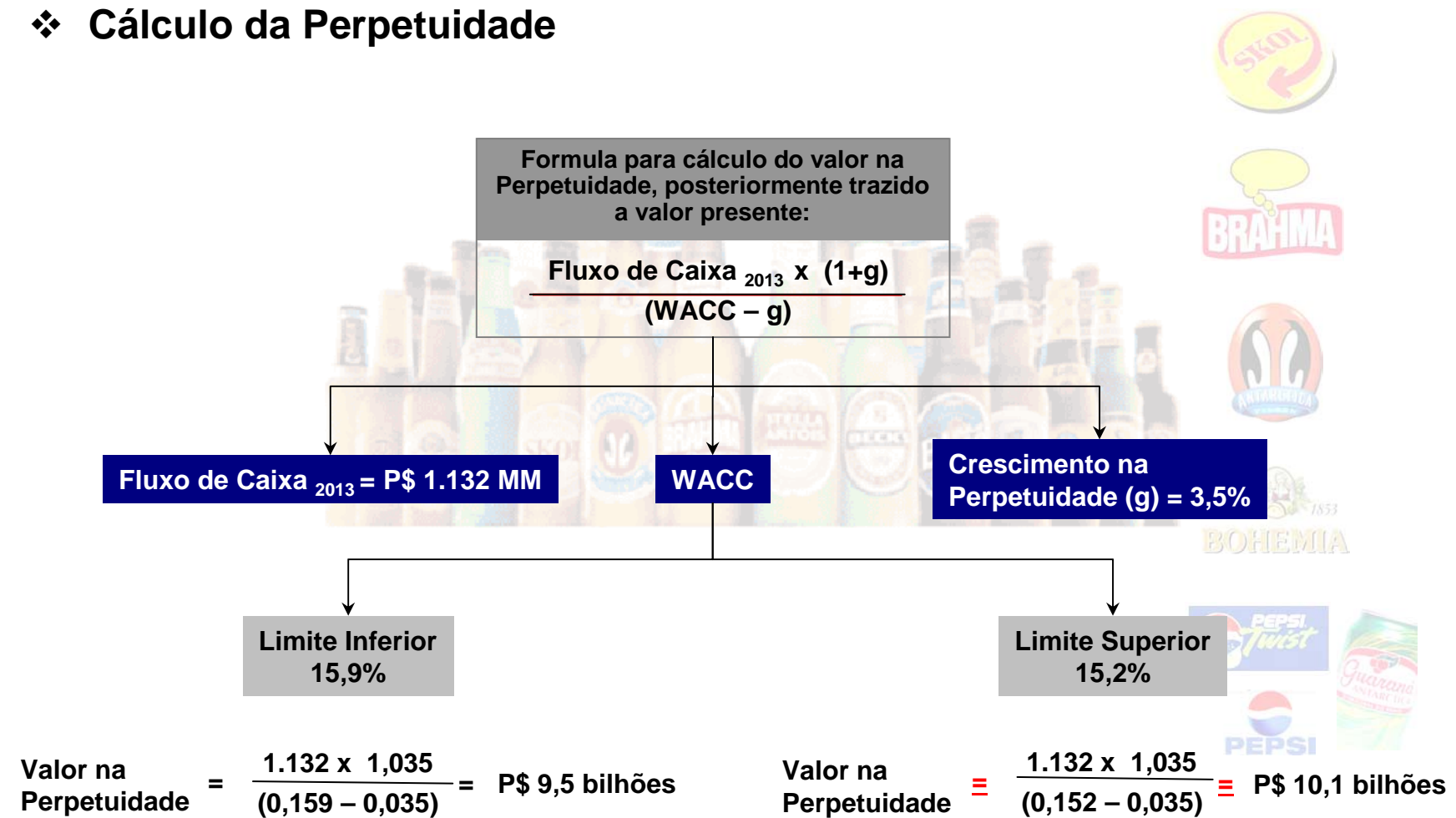
**Somatória do valor presente dos fluxos de caixa e perpetuidade convertidos pela taxa de câmbio de R\$ 3,08/US\$ (fechamento 30/06/2004)

*** Segundo WAAC de 15.5%

Resultado da Avaliação

Quinsa - Perpetuidade

❖ Cálculo da Perpetuidade



Resultado da Avaliação

Quinsa- Resultados

- ❖ Valor da participação em Quinsa assumindo WACC (Custo médio ponderado de capital) de 15,2% a 15,9% aa.

WACC	15,2%	↔	15,9%
(+) Valor Presente Fluxo	R\$ 3.432 MM		R\$ 3.340MM
(+) Valor Presente Perpetuidade	R\$ 2.119 MM		R\$ 1.887 MM
(=) Valor da Firma	R\$ 5.551 MM	↔	R\$ 5.227 MM
(+) Caixa	R\$ 561 MM		R\$ 561 MM
(-) Dívida*	R\$ 1.392 MM		R\$ 1.392 MM
(=) Valor para acionista	R\$ 4.720 MM	↔	R\$ 4.397 MM
Participação da AmBev	50,34%		50,34%
Valor da participação	R\$ 2.376	↔	R\$ 2.213

*Inclui dividas de curto prazo, longo prazo e participações minoritárias

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Resultado Total da Avaliação

Resultado Total

❖ Valor das Ações – AmBev (R\$)

- ✓ Realizamos a análise do valor das ações considerando três metodologias, sendo a metodologia fluxo de caixa descontado aquela que consideramos a mais adequada para a determinação do valor justo das ações.

R\$ milhões	Extremo Inferior	Valor Médio	Extremo Superior
Valor Econômico			
AmBev - Operações Brasil (excluindo Quinsa)	28.746	30.159	31.697
Quinsa (proporcional) ¹	2.213	2.292	2.376
Valor Total	30.959	32.451	34.073
Número de Ações	37,813,378,604	37,813,378,604	37,813,378,604
Valor Total por lote de mil ações	819	858	901
	Cotação Média²		
	<u>AMBV3</u>	<u>AMBV4</u>	
Valor de Mercado por lote de mil ações	952.8	629.1	
	Valor Patrimonial³		
	<u>31-Mar-04</u>	<u>30-Jun-04</u>	
Valor Patrimonial Consolidado por lote de mil ações	115.0	104.9	

(1) *Considera participação de 50,34% em Quinsa*

(2) *Preço médio ponderado de mercado de 01/Setembro/03 até 30/Agosto/04*

(3) *Valor patrimonial Consolidado*

Resultado Total da Avaliação

Análise de Sensibilidade – Resultados das Avaliações

**Valor para o Acionista
 AmBev Brasil
 (R\$ milhões)**

	WACC				
	11.1%	11.5%	11.8%	12.2%	12.5%
2.0%	29,912	28,591	27,365	26,224	25,161
2.5%	30,933	29,511	28,196	26,978	25,846
3.0%	32,080	30,539	29,122	27,814	26,602
3.5%	33,376	31,697	30,159	28,746	27,443
4.0%	34,854	33,008	31,328	29,792	28,382
4.5%	36,555	34,508	32,656	30,973	29,438
5.0%	38,533	36,238	34,178	32,320	30,633

**Valor da Participação da AmBev
 Quinsa
 (R\$ milhões)**

	WACC				
	14.8%	15.2%	15.5%	15.9%	16.2%
2.0%	2,318	2,241	2,168	2,098	2,032
2.5%	2,363	2,282	2,206	2,134	2,065
3.0%	2,412	2,327	2,247	2,172	2,101
3.5%	2,465	2,376	2,292	2,213	2,139
4.0%	2,523	2,429	2,341	2,258	2,180
4.5%	2,587	2,488	2,394	2,307	2,225
5.0%	2,657	2,551	2,453	2,360	2,274

Crescimento
perpetuidade

Crescimento
perpetuidade



1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Histórico de Cotações

❖ Quadro Resumo: Negociações das Ações Ordinárias da AmBev

	Nº de Negócios	Nº de Títulos Neg.	Volume Financeiro R\$	Cotação Média R\$/Mil ações
Sep-03	192	21.080.000	12.423.578	589
Oct-03	225	18.350.000	10.901.048	594
Nov-03	231	27.290.000	16.193.208	593
Dec-03	298	41.180.000	25.378.785	616
Jan-04	183	12.890.000	8.583.604	666
Feb-04	243	23.230.000	15.693.074	676
Mar-04	1.435	207.030.000	193.876.492	936
Apr-04	470	70.960.000	70.075.709	988
May-04	576	75.130.000	82.030.518	1.092
Jun-04	327	85.030.000	102.029.100	1.200
Jul-04	186	37.430.000	43.926.845	1.174
Aug-04	296	40.120.000	47.485.426	1.184

Cálculo	
Volume Total	628,597,387
(/) Quantidade Negociada	657,720,000
	952,8
	por mil ações



Histórico de Cotações

❖ Quadro Resumo: Negociações das Ações Preferenciais da AmBev

	Nº de Negócios	Nº de Títulos Neg.	Volume Financeiro R\$	Cotação Média R\$/Mil ações
Sep-03	9.374	868.350.000	570.671.602	657
Oct-03	8.540	644.250.000	410.161.588	637
Nov-03	8.869	680.530.000	445.089.100	654
Dec-03	6.564	565.340.000	389.722.653	689
Jan-04	9.403	739.300.000	548.128.071	741
Feb-04	7.299	596.220.000	430.574.009	722
Mar-04	32.627	2.582.100.000	1.548.530.172	600
Apr-04	10.564	819.610.000	445.658.952	544
May-04	10.189	1.021.450.000	566.399.888	555
Jun-04	7.542	981.490.000	590.378.630	602
Jul-04	7.688	1.202.390.000	773.167.959	643
Aug-04	7.768	683.820.000	443.962.883	649

Cálculo	
Volume Total	7.162.445.508
(/) Quantidade Negociada	11.384.850.000
	629,1 por mil ações



1. SUMÁRIO EXECUTIVO

2. PRINCIPAIS PREMISAS DO DCF

3. RESULTADO DA AVALIAÇÃO

ANEXO I: COTAÇÕES

ANEXO II: GLOSSÁRIO



Glossário

❖ PRINCIPAIS TERMOS TÉCNICOS CONSIDERADOS NO LAUDO:

- ❖ **CAPEX** – **Capital Expenditures (do inglês), são os investimentos da Companhia para a manutenção de sua atividade operacional e eventuais expansões de capacidade.**
- ❖ **EBIT** – **Earnings Before Interest and Taxes (do Inglês), equivale ao resultado da Companhia após deduções de todas as despesas e custos nas operações mas antes das deduções de despesas financeiras, IR/CSLL.**
- ❖ **EBITDA** – **Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (do Inglês), equivale ao resultado da Companhia após deduções de todas as despesas e custos nas operações mas antes das deduções de despesas financeiras, IR/CSLL, depreciação e amortização.**
- ❖ **WACC** – **Weighted Average Cost of Capital (do inglês), corresponde ao custo ponderado de capital da Companhia.**
- ❖ **NANC** – **Non Alcoholic Non Carbonated Drinks (do inglês), nomenclatura utilizada no setor para bebidas não alcoólicas e sem adição de gás (chás e isotônicos tais como Marathon e Gatorade).**



InBev Companhia de Bebidas das Américas - AmBev



American Beverage Company
Compañía de Bebidas de Las Américas
Companhia de Bebidas das Américas

InBev **AmBev**

Itaú BBA
Itaú BBA

