

Ambev (ABEV3)

Elevando o Preço-Alvo (2026E) para R\$ 16,50 vs. R\$ 14,20;

Mantendo nossa Recomendação de “Manutenção”

Guilherme Palhares

Laura Hirata

Resumo: Reiteramos nossa recomendação de “Manutenção” para a Ambev, apesar da alta de 13% das ações desde a divulgação dos resultados (vs. -2% do Ibovespa). Acreditamos que as melhorias na execução de receita já foram refletidas na alta recente, enquanto o espaço para novas revisões de lucros parece limitado. Elevamos nosso preço-alvo (2026E) para R\$ 16,50 (vs. R\$ 14,20 anteriormente), o que implica um potencial retorno total de 9%, incluindo dividendos e recompras de ações.

A execução da receita parece melhor, mas já está amplamente precificada. Acreditamos que a melhora na execução de receita da Ambev já foi precificada antecipadamente pela alta recente. Estimamos que o volume de vendas de cerveja no Brasil crescerá 6,5% a/a, impulsionado por (i) bases de comparação fáceis, (ii) os eventos esportivos no segundo e terceiro trimestres e (iii) um *El Niño* mais intenso no segundo semestre.

Riscos para a categoria persistem, mas a Ambev tem ferramentas para se adaptar. Alguns investidores demonstram preocupação de que a combinação do avanço dos medicamentos GLP-1 e das tendências de saúde e bem-estar possa levar a um declínio estrutural do consumo de cerveja. No entanto, acreditamos que a Ambev não ficará inerte, mesmo que essas tendências ganhem força. A companhia já lançou alternativas sem glúten, sem álcool, sem açúcar, de baixa caloria e cervejas saborizadas. Além disso, a Ambev se beneficia da experiência e do portfólio mais amplo da AB InBev (ABI), que inclui produtos de grande sucesso, como Michelob ULTRA Zero e NUTRL. Em nossa visão, o lançamento de novos produtos também pode permitir que a Ambev amplie seu mercado endereçável, alcançando novas ocasiões de consumo e diferentes perfis de consumidores.

A abordagem do valuation reflete a ligação entre ABI-Ambev. Observamos um crescente descompasso entre a forma como investidores de ABI e Ambev avaliam as duas companhias. Desde 2024, analistas do *sell-side* emitiram mais revisões negativas do que positivas para a Ambev, enquanto o movimento oposto foi observado para a ABI. Ainda assim, acreditamos que as duas empresas estão intimamente conectadas, uma vez que a participação da ABI na Ambev representa cerca de 20% de seu valor de mercado. Como resultado, estamos migrando nossa metodologia de *valuation* de um modelo puramente baseado em fluxo de caixa descontado (DCF) para uma abordagem híbrida, com peso de 50% para cada metodologia. A nova avaliação combina o múltiplo P/L médio de 18,4x da ABI nos últimos cinco anos, aplicado com um desconto de 12%, em linha com o desconto mediano observado pelo mercado. Nosso preço-alvo incorpora 50% do valor derivado do DCF, equivalente a R\$ 15,40 por ação, e 50% do valor obtido pela metodologia de múltiplos, correspondente a R\$ 17,70 por ação.

Manutenção

Preço Atual: R\$ 16,25

Preço-Alvo: R\$ 16,50

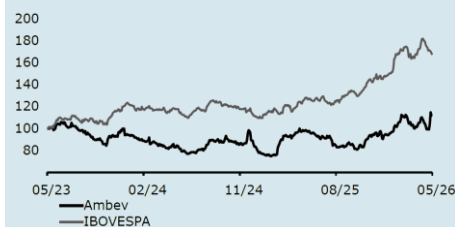
ÍNDICE

Resumo/Introdução

Principais dados da empresa

Estimativas de Resultados

Desempenho Relativo (R\$)



Fonte: FactSet.

Principais dados da empresa

	R\$ mn			
	2024A	2025E	2026E	2027E
P&L Account				
Revenues	89,453	88,243	94,175	99,650
EBITDA	28,980	29,506	31,219	32,845
EBITDA YoY Change (%)	13.9	1.8	5.8	5.2
EBITDA as % of Revenue	32.4	33.4	33.2	33.0
EBIT	21,805	23,423	24,693	26,180
Associates	0	0	0	0
Minorities	(410)	(485)	(117)	0
Net Profit	14,437	15,503	16,893	18,410
YoY Change (%)	(0.4)	7.4	9.0	9.0
as % of Revenues	16.1	17.6	17.9	18.5
Cash Flow				
EBITDA	28,980	29,506	31,219	32,845
Lease Payments	(1,331)	(1,152)	(1,074)	(1,128)
Changes in Wkg. Capital	(165)	(1,616)	(1,510)	1,423
Capital Expenditures	(4,749)	(4,590)	(4,367)	(4,542)
Other Cash Items	0	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	16,799	13,958	17,352	22,394
Other Invest./(Divest.)	0	(0)	0	(1,717)
Dividends	(4,056)	(20,464)	(18,319)	(6,901)
Capital Increases/Other	18	(40)	15	0
Change in Net Fin. Debt	(116)	(126)	79	0
Balance Sheet				
Cash and Equivalents	28,596	18,638	17,014	17,014
Current Assets	25,560	25,237	24,746	25,480
Goodwill	44,343	41,538	40,856	40,856
Non-Curr Assets (ex g'will)	64,010	59,673	58,152	55,749
Total Assets	162,508	145,087	140,769	139,100
Current Liabilities	49,389	45,599	45,514	47,387
Non-Current Liabilities	13,539	10,713	10,707	11,181
Minorities	938	861	698	698
Shareholders' Equity	98,642	87,914	83,850	79,835
Total Liabilities & Equity	162,508	145,087	140,769	139,100
Net Financial Debt	(29,535)	(19,904)	(16,574)	(16,574)
Other Ratios				
Dividend Payout (%)	0.3	1.3	1.0	0.3
EV/EBIT (x)	7.7	10.0	9.6	9.0
FCFF Yield (%)	11.4	7.7	8.9	11.0

Fontes: Dados da Empresa e Estimativas Santander.

Estimativas de Resultados

Figura 1 – Ambev: Estimativas de Resultados para 2026-2028E (R\$ milhões – IFRS)

AmBev Consolidated (R\$mn)	2026E			2027E			2028E		
	New	Previous	Δ%	New	Previous	Δ%	New	Previous	Δ%
Net Revenue	94,175	95,350	-1%	99,650	101,510	-2%	105,581	107,298	-2%
Gross Profit (Cash)	52,207	52,883	-1%	55,052	56,455	-2%	58,317	59,682	-2%
Gross Margin	55%	55%	(0 p.p.)	55%	56%	(0 p.p.)	55%	56%	(0 p.p.)
EBITDA (Santander)	30,264	30,095	1%	31,872	32,222	-1%	33,771	34,079	-1%
EBITDA Margin	32%	32%	1 p.p.	32%	32%	0 p.p.	32%	32%	0 p.p.
Net Income (Accounting)	16,893	17,133	-1%	18,410	18,471	0%	19,419	19,612	-1%

Fontes: Estimativas Santander e Relatórios da Companhia.

Figura 2 – Ambev: Estimativas de Resultados para 2026-2028E (R\$ milhões – IFRS)

Consolidated	2026E			2027E			2028E		
	Santander	Consensus	Δ%	Santander	Consensus	Δ%	Santander	Consensus	Δ%
Net Revenue	94,175	91,021	3%	99,650	94,721	5%	105,581	94,721	11%
Adj. EBITDA	31,219	30,550	2%	32,845	31,321	5%	34,793	31,321	11%
EBITDA Margin	33%	34%	(0 p.p.)	33%	33%	(0 p.p.)	33%	33%	(0 p.p.)
Net Income (Accounting)	16,893	15,401	10%	18,410	16,155	14%	19,419	16,155	20%

Fontes: Estimativas Santander, consenso Visible Alpha e Relatórios da Companhia.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. ("Santander") e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão e/ou veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem a opinião e análises pessoais dos analistas do Santander, que foram produzidas de forma independente na data de sua emissão, e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando suas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório. Os analistas do Santander estão sujeitos às regras previstas no Código de Conduta da APIMEC, bem como à Política de Conduta para atividade de Research estabelecida para o Grupo Santander.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

O atendimento aos clientes poderá ser realizado por colaboradores da Toro CTVM S.A., uma empresa do Grupo Santander.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração dos analistas:

Nós, **Guilherme Pedroni Palhares** e **Laura Mayumi Hirata**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelos analistas responsáveis do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

As informações apresentadas podem não ser adequadas para todos os perfis de *suitability*. Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.