



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Ambev



21/01/2025

Mudança de maré: Atualizando estimativas a partir de um ponto de inflexão econômico

- A atividade econômica deve desacelerar em 2025 no Brasil e, com isso, acreditamos que o forte desempenho da indústria de cerveja e refrigerantes também possa ser prejudicado. Os resultados deste ano ainda devem ser resilientes, devido principalmente às unidades de negócios fora do Brasil – estamos elevando nossa estimativa de lucro líquido para 2025 em 5%, para R\$ 16,5 bilhões. No próximo ano, as coisas podem ficar mais complicadas, à medida que as pressões de custo no Brasil alcançam o efeito de conversão favorável este ano.
- O poder de precificação é o que falta na história da Ambev, e o repasse pode ser ainda mais desafiador, à medida que o crescimento do setor enfraquece. Assim, nossa estimativa de lucro líquido para 2026 está praticamente estável em relação ao ano anterior, em R\$ 16,7 bilhões.
- Vemos ABEV3 sendo negociada a 10,5x o múltiplo P/L para 2025 (42% abaixo de sua média de 5 anos), mas não apenas todo o mercado de ações no Brasil desvalorizou, como também os pares da Ambev no exterior. O desconto para cervejarias globais, com base no P/L esperado de 2025, atualmente é de 18% (em linha com a média dos últimos dois anos) e, em 2026, o desconto é menor, de 10%.
- Portanto, acreditamos que múltiplos mais baixos por si só não serão suficientes para que as ações tenham um desempenho melhor se uma história de crescimento mais clara não estiver em vigor. Em nível consolidado, estamos projetando: (i) receitas em R\$ 26,5 bilhões, com queda de 1,3% em relação ao ano anterior; (ii) EBITDA de R\$ 8,7 bilhões, com margem de 32,8%; e (iii) lucro líquido de R\$ 4,9 bilhões. É importante observar que esperamos que os volumes de cerveja da Ambev no Brasil diminuam 1% em relação ao ano anterior, enquanto sua receita líquida/hl deve aumentar 3% em relação ao ano anterior e 7% no trimestre.
- Estamos atualizando nosso modelo, incorporando novas premissas macroeconômicas e uma taxa de desconto mais alta em 14,5%. Nosso novo preço-alvo é de R\$ 12,00/ABEV3 (de R\$ 13,00) implicando um retorno total ao acionista de 17% quando adicionado a um *dividend yield* esperado de 7,6% este ano. Nossa recomendação Neutra permanece inalterada.

Henrique Brustolin 

Ricardo França 

A ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

Os últimos anos forneceram condições para fortes volumes de bebidas no Brasil. Os últimos anos foram bastante voláteis de uma perspectiva de cima para baixo (analisando do ponto de vista macroeconômico), mas acreditamos que esse cenário forneceu um cenário bastante favorável para as unidades de negócios de cerveja e não alcoólicos (NAB) da Ambev no Brasil. Com a maior liquidez financeira durante a pandemia de Covid, uma reabertura econômica que reativou a ocasião de consumo de cerveja mais importante do Brasil (no local) e uma atividade econômica surpreendentemente forte nos anos seguintes, o desempenho da indústria de bebidas tem sido consistente. Desde 2019, o consumo per capita de cerveja e refrigerantes no Brasil cresceu em estimados 10% e 17%, respectivamente, o que é bastante elevado para categorias maduras.

Destreza de execução da Ambev permitiu que ela fosse bem-sucedida. E para dar crédito a quem é devido, a Ambev não apenas se beneficiou de um cenário favorável da indústria no Brasil, mas também superou significativamente a concorrência, dada uma combinação de: (i) sua destreza de execução no pico da pandemia; (ii) uma impressionante reformulação de seu portfólio de marcas; e (iii) o lançamento bem-sucedido e a aceleração de suas ofertas digitais. Os volumes de cerveja da empresa no Brasil estão agora 18% acima do período pré-pandemia, com a Ambev respondendo por cerca de 91% do crescimento da indústria no período, e sua participação de mercado expandindo em cerca de 4 pp desde 2019.

Poder de precificação ainda é o que mais tem faltado. Mas no final os volumes só importam dependendo do preço que eles podem cobrar, e é isso que continuamos a sentir falta na história da divisão de cerveja Brasil da Ambev. Em 2022, após a inflação acumulada de custo unitário de 59% durante os 3 anos anteriores, juntamente com a forte demanda do consumidor e restrições da cadeia de suprimentos, o ambiente competitivo se tornou mais racional e as condições foram definidas para um aumento material de preço acontecer. A Ambev se aproveitou desse cenário, impulsionando os preços da cerveja, que superaram a taxa de inflação geral de 7% em até 8 pp no final de 2022 (a mais alta desde 2017) e, finalmente desencadeando um importante processo de recuperação de margem. Mas, desde então, os ganhos reais de preço têm mostrado uma tendência de queda, com a inflação da cerveja do país mais uma vez convergindo para o nível geral de inflação em 4,7%.

Um ponto de inflexão econômico e o que isso significa para o futuro. A atividade econômica parece prestes a se deteriorar ao longo de 2025 e, com isso, tememos que a força da indústria de bebidas no Brasil também possa ser prejudicada. Acreditamos que a competição vai melhorar (na margem) com a Petrópolis adotando uma estratégia mais equilibrada entre preços e volumes, mas também continuamos esperando um cenário feroz no segmento de cervejas tradicionais, com a marca Amstel da Heineken, especialmente à medida que a indústria muda para o que pode se tornar mais um jogo de soma zero. Também esperamos que a tendência de “*premiumização*” continue, como aconteceu durante a crise econômica anterior, mas, apesar do posicionamento competitivo muito mais forte da Ambev nesse mercado agora, ainda não está claro para nós se as margens de contribuição do premium já estão superando o modelo fortemente orientado por marcas tradicionais em garrafas retornáveis.

Este ano ainda deve ser resiliente... Em última análise: (i) a economia brasileira ainda está crescendo (embora comparações difíceis nos levem a esperar um declínio de 0,5% em base anual nos volumes de cerveja do Brasil da Ambev); (ii) os custos são protegidos, sob hedge (esperamos um aumento de 6,8% em base anual no CPV/hl da cerveja brasileira – implicando alguma pressão de margem, embora ainda administrável); (iii) a Argentina está se recuperando, com comparações bastante fáceis a partir de 2024; (iv) taxas de juros mais altas no Brasil não devem ser uma preocupação, dado o saldo de caixa líquido

da empresa; e, mais importante, (v) o impacto dos resultados de suas unidades de negócios fora do Brasil (43% do EBITDA consolidado de 2024) deve realmente gerar revisões positivas de resultados este ano devido ao real mais fraco. Principalmente por causa do último ponto, estamos aumentando nosso lucro líquido estimado para 2025 em 5% para R\$ 16,5 bilhões.

... mas 2026 é quando as coisas podem realmente ficar complicadas. Estamos atualmente projetando um aumento adicional de CPV/hl da cerveja brasileira de cerca de 10% em 2026, e o repasse para os consumidores pode ser ainda mais desafiador se a indústria realmente começar a desacelerar. A Ambev tem se concentrado cada vez mais em deixar os investimentos que fez em suas marcas amadurecerem, ao mesmo tempo em que cuida da categoria a longo prazo, ambos que vemos como assertivos. A ressalva de curto prazo, porém, é que isso pode significar que sustentar volumes pode ser a prioridade sempre que a troca com margens for intensificada. Assim, nossa estimativa de lucro líquido para 2026 foi ligeiramente reduzida para R\$ 16,7 bilhões (queda de 1,8%) e implica um crescimento moderado em relação aos níveis de 2025.

Redução dos múltiplos não foi exclusividade de ABEV3. Vemos ABEV3 sendo negociada a 10,5x P/L 2025, o que é 42% abaixo da média de 5 anos de 18x. No entanto, não apenas todo o mercado de ações no Brasil foi impactado, mas também os pares da Ambev no exterior. Com maiores taxas de juros de longo prazo em um setor consolidado, as cervejarias globais agora estão sendo negociadas a 12,8x o múltiplo P/L para 2025, ou 32% abaixo da média de 5 anos e não muito longe dos múltiplos da última vez que as taxas atingiram níveis um tanto semelhantes. Isso implica um desconto de 18% para a Ambev em relação aos seus pares globais, o que está em linha com a média dos últimos dois anos. Também acreditamos que um desconto maior poderia ser justificado, dado o que será potencialmente um crescimento mais lento nos próximos anos. Para 2026, o P/L de 10,4x de ABEV3 está, na verdade, com um desconto mais estreito, de 10%, para as cervejarias globais.

O que esperar do 4T24? Resultados financeiramente saudáveis, mas com volumes menores. A Ambev deve divulgar os resultados do 4T24 em 26 de fevereiro, antes da abertura do mercado. Em um nível consolidado, e sem ajustar a base de comparação pelo forte impacto que a contabilidade da hiperinflação teve no 4T23, modelamos: (i) receitas de R\$ 26,5 bilhões (alta de 33% em base anual), com volumes caindo 1,3%; (ii) EBITDA de R\$ 8,7 bilhões (alta de 26% em base anual), com margem de 32,8%; e (iii) lucro líquido de R\$ 4,9 bilhões (alta de 21% em base anual). Vale ressaltar que esperamos que os volumes de cerveja do Brasil diminuam 1% em base anual devido ao clima desfavorável, enquanto sua receita líquida/hl deve aumentar em suaves 3% em base anual (ou 7% no trimestre) à medida que os impactos do imposto especial de consumo mais alto persistem. Qualitativamente falando, volumes mais fracos na cerveja do Brasil em um momento em que as pressões de custo devem começar a aumentar, e os preços não parecem ter acelerado materialmente, podem ser percebidos como o principal negativo. Na América Latina Sul (LAS), o ritmo de contração de volume deve desacelerar para 5,5% em base anual, e comparações fáceis devem torná-lo o maior contribuinte para o crescimento do EBITDA em base anual da empresa em termos nominais.

Atualizando o modelo com novas premissas, mas nossa recomendação Neutra permanece inalterada. ABEV3, atualmente, tem uma âncora de avaliação muito mais clara em vigor, e vários de seus principais riscos (isenções fiscais no Brasil e contribuições de lucros da contabilidade argentina) também já se materializaram. Então, em nossa visão, o risco-retorno parece melhor. O que ainda lutamos para ver são os elementos que podem levar as ações da empresa a ter um desempenho materialmente melhor, especialmente porque a confiança no crescimento do lucro líquido é desafiada por uma desaceleração

potencial na indústria brasileira e pressões de custo que estão aumentando. Estamos atualizando nosso modelo, incorporando novas premissas e um custo de capital próprio mais alto em 14,5% (em reais). Nosso preço-alvo para 2025 de R\$ 12,00/ação (de R\$ 13,00/ação) implica um retorno total ao acionista ao redor de 17% quando adicionado ao rendimento de dividendos de 7,6% que esperamos este ano. Mantemos, portanto, a recomendação Neutra inalterada.

Abaixo, a tabela com os principais números projetados para os resultados do 4T24:

Ambev R\$ milhões	4T24E	4T23	Δ %	3T24	Δ %
Receita líquida	26.527	19.989	33%	22.097	20%
Lucro Bruto	13.860	10.688	30%	11.124	25%
Ebitda ajustado	8.709	6.933	26%	6.996	24%
<i>Margem Ebitda (%)</i>	32,8%	34,7%	-1,85 p.p.	31,7%	1,17 p.p.
Lucro líquido ajustado	4.862	4.019	21%	3.412	42%
<i>Margem Líquida (%)</i>	18,3%	20,1%	-1,78 p.p.	15,4%	2,89 p.p.

Fonte: Companhia e Bradesco BBI



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

María Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Seus investimentos merecem um time Classe Ágora



Acompanhe nossas redes sociais



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de CIA Saneamento Básico de São Paulo - SABESP e IOCHPE-MAXION S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisnet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cogna S.A., Cosan S.A., CSN S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).