

**UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DE CAMPOS  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

LUCAS DO NASCIMENTO RIBEIRO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: VALUATION DA CERVEJARIA AMBEV S.A.

Campos dos Goytacazes, RJ  
2020

LUCAS DO NASCIMENTO RIBEIRO

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: VALUATION DA CERVEJARIA AMBEV S.A.**

Monografia apresentada ao curso de Bacharelado em Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Alan Figueiredo de Arêdes

Campos dos Goytacazes, RJ  
2020

Ficha catalográfica automática - SDC/BUCG  
Gerada com informações fornecidas pelo autor

R484a Ribeiro, Lucas do Nascimento  
Análise Fundamentalista: Valuation da Cervejaria AmBev S.A.  
/ Lucas do Nascimento Ribeiro ; Alan Figueiredo de Arêdes,  
orientador. Campos dos Goytacazes, 2020.  
47 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências  
Econômicas)-Universidade Federal Fluminense, Instituto de  
Ciências da Sociedade e Desenvolvimento Regional, Campos dos  
Goytacazes, 2020.

1. Mercado Financeiro. 2. Avaliação de Empresa. 3. Fluxo  
de Caixa Descontado. 4. Produção intelectual. I. Arêdes,  
Alan Figueiredo de, orientador. II. Universidade Federal  
Fluminense. Instituto de Ciências da Sociedade e  
Desenvolvimento Regional. III. Título.

CDD -

LUCAS DO NASCIMENTO RIBEIRO

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA: VALUATION DA CERVEJARIA AMBEV S.A.**

Monografia apresentada ao curso de Bacharelado em Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em 14 de dezembro de 2020 .

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Alan Figueiredo de Arêdes (Orientador)

---

Prof. Me. Rodrigo Resende Ramos

---

Prof. Dr. <sup>a</sup> Tatiana Acar

Campos dos Goytacazes, RJ  
2020

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer aos meus pais, Benta e Euzimar, por todo suporte dado, não só durante a graduação, mas em toda minha vida, permitindo que eu pudesse ter minhas atenções totalmente voltadas para os estudos. Agradecer também a meu irmão, Victor, e a todos meus primos, em especial a meus irmãos de outras mães, Davi, Leonardo e Túlio que, juntamente aos amigos que criei dentro da universidade, tornaram a caminhada mais agradável.

Gostaria de agradecer ao meu orientador, Alan Figueiredo, que aceitou a missão de me orientar, apesar do curto espaço de tempo para conclusão do trabalho e em uma atmosfera atípica, de forma completamente virtual. Agradecer também aos professores Guilherme Lima, Graciela Profeta, Rodrigo Resende, Roni Barbosa e Vladimir Faria, que me causaram um impacto positivo durante a graduação.

## **RESUMO**

O presente trabalho teve o objetivo de analisar o valor intrínseco da Ambev a partir do método do fluxo de caixa descontado. O estudo realizou ainda a exposição da base teórica da avaliação de empresas, além de breve resumo sobre a história da Ambev e seus dados contábeis situando-a no mercado de bebidas do Brasil e do mundo. As análises foram feitas utilizando dados contábeis da Ambev do período de 2011 a 2019. Contando com uma estrutura onde prevalecem os fundos próprios da companhia, a taxa de desconto da Ambev de 10,07% se explica majoritariamente pelo custo do capital próprio, o qual foi obtido utilizando o beta da companhia, com característica defensiva, além das taxas externas à empresa. Os resultados obtidos indicam uma sub precificação de aproximadamente 7% das ações da companhia em relação a seu preço justo. Conclui-se que a hipótese de correta precificação do ativo por parte do mercado foi aceita, visto que não houve grande distinção entre o valor de mercado e o preço-alvo obtido pelo estudo.

**Palavras-Chave: Avaliação de Empresas; Ambev; Fluxo de Caixa Descontado**

## **ABSTRACT**

The present work had the goal of analyzing the intrinsic value of Ambev S.A. throughout the discounted cash flow method. The study has also aimed to present the theoretical basis for valuation, a brief summary of Ambev's history and accounting data, situating it in the beverage market in Brazil and the world. The analysis was performed using Ambev's accounting data for the period from 2011 until 2019. With a structure where the company's own funds prevail, Ambev's 10.07% discount rate is explained mainly by the cost of equity, which was obtained using the company's beta, with a defensive characteristic, combined with rates external to the company. The results obtained indicate a 7% undervaluation of the company's stocks in comparison to its fair price. It is concluded that the hypothesis of correct pricing of the asset by the market was accepted, since there was not a wide distinction between the market value and the target price obtained by the study.

**Keywords: Valuation; Ambev; Discounted Cash Flow**



## **Lista de Equações**

Equação 1: Fluxo de Caixa Livre ao Acionista.

Equação 2: Valor Presente Líquido FCFE.

Equação 3: Fluxo de Caixa Livre da Firma.

Equação 4: Valor Presente Líquido FCFF.

Equação 5: CAPM.

Equação 6: Beta Ajustado

Equação 7: WACC.

Equação 8: Valor Terminal.

Equação 9: P/L.

Equação 10: P/VP.

Equação 11: EV/EBITDA.

## **Lista de Figuras**

Figura 1: Market Share de Cervejas no Brasil em 2018 e 2019.

Figura 2: Market Share de Cervejas Mundial, 2018.

Figura 3: Resultado Consolidado, Ambev 2019.

Figura 4: Produção anual, Ambev 2016 - 2019.

Figura 5: Produção 9M, Ambev 2017 - 2020.

Figura 6: Resultado Consolidado, Ambev 9M de 2020.

Figura 7: Detalhamento da dívida Ambev.

Figura 8: Taxa de Crescimento na Perpetuidade e Preço Justo da Ambev.

## **Lista de Tabelas**

Tabela 1: Produção Global de Cerveja, 2018.

Tabela 2: Composição Acionária Ambev, 2020.

Tabela 3: Balanço Patrimonial Ambev, 2017 - 2019.

Tabela 4: Dados Históricos dos Resultados Financeiros da Ambev, período de 2011 a 2019.

Tabela 5: Receita Líquida da Ambev em 2020.

Tabela 6: Projeção Receita Líquida da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 7: CPV da Ambev em 2020.

Tabela 8: Projeção CPV da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 9: Lucro Bruto da Ambev em 2020.

Tabela 10: Projeção Lucro Bruto da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 11: Despesas Operacionais da Ambev em 2020.

Tabela 12: Projeção Despesas Operacionais da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 13: EBIT da Ambev em 2020.

Tabela 14: Projeção EBIT da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 15: Capex da Ambev em 2020.

Tabela 16: Projeção Capex da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 17: Depreciação da Ambev em 2020.

Tabela 18: Projeção Depreciação da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 19: Capital de Giro e Variação do Capital de Giro da Ambev para o período de 2019 a 2024.

Tabela 20: Projeção FCFF da Ambev para o período de 2020 a 2024.

Tabela 21: Expectativa de crescimento do PIB para o período de 2021 a 2024.

Tabela 22: Estatísticas Ambev X Ibovespa.

Tabela 23: Cálculo do CAPM da Ambev.

Tabela 24: Custo do Capital de Terceiros da Ambev.

Tabela 25: WACC da Ambev.

Tabela 26: Valor Presente dos Fluxos de Caixa.

Tabela 27: Valor Terminal do FCFF da Ambev.

Tabela 28: Valor de Mercado e Valor por Ação da Ambev.

Tabela 29: Resultado do Estudo.

## SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS .....	vi
RESUMO .....	vii
ABSTRACT .....	viii
Lista de Equações .....	ix
Lista de Figuras .....	x
Lista de Tabelas .....	xi
1. INTRODUÇÃO .....	14
1.1 Objetivo Geral .....	15
1.2 Objetivo específico .....	15
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	16
2.1. O Papel da Administração Financeira .....	16
2.2. A Avaliação de Empresas .....	16
2.3. Método do Fluxo de Caixa Descontado .....	16
2.3.1. Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCFE) .....	17
2.3.2. Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF) .....	18
2.3.3. Custo do Capital Próprio .....	18
2.3.4. Taxa de Desconto .....	19
2.3.5. Valor Terminal .....	20
2.4. Análise de Múltiplos .....	20
2.4.1. Índice Preço / Lucro .....	21
2.4.2. Índice Preço / Valor Patrimonial .....	21
2.4.3. Índice EV / EBITDA .....	22
3. ANÁLISE DO SETOR DE BEBIDAS .....	23
3.1. Mercado Nacional .....	23
3.2. Principais Players .....	23
3.3. Projeções para o Setor .....	25
4. ESTUDO DE CASO – AMBEV .....	26
4.1. História .....	26
4.2. Atuação .....	26
4.3. Composição Acionária da Ambev em 2020. ....	26
4.4. Resultado Consolidado da Ambev em 2019 .....	27
4.5. Dívida Consolidada da Ambev em 2019 e 2020. ....	29
4.6. Balanço Patrimonial da Ambev em 2017 - 2019. ....	29
5. METODOLOGIA .....	32

5.1. Comportamento Histórico dos Resultados Financeiros da Ambev .....	32
5.2. Projeções.....	32
5.2.1. Receita Líquida.....	33
5.2.2. CPV (Custo do Produto Vendido).....	33
5.2.3. Lucro Bruto .....	34
5.2.4. Despesas Operacionais .....	35
5.2.5. EBIT .....	36
5.2.6. CAPEX.....	36
5.2.7. Depreciação .....	37
5.2.8. Variação do Capital de Giro .....	37
5.2.9. Fluxo de Caixa.....	38
5.3. Taxa de Crescimento na Perpetuidade.....	38
5.4. Cálculo do Custo de Capital Próprio .....	39
5.4.1. Cálculo do Beta da Ambev .....	39
5.4.2. Taxa Livre de Risco.....	39
5.4.3. Taxa de Retorno do Mercado .....	39
5.4.4. CAPM.....	40
5.5. Cálculo do Custo de Capital de Terceiros .....	40
5.6. Cálculo do WACC e Valor Presente .....	40
5.7. Perpetuidade e Valor por ação .....	41
6. RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	43
7. CONCLUSÃO.....	45
8. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO .....	46

## 1. INTRODUÇÃO

O ano de 2020 se mostrou desafiador para as empresas devido à crise sanitária causada pelo Covid-19 que assola a economia mundial desde finais de 2019. Com diversos *circuit breakers* na bolsa brasileira durante o mês de março, no ápice da pandemia e início das restrições sanitárias em todo o mundo, há empresas que chegaram a acumular desvalorizações superiores a 50% no ano, como no caso do setor de companhias aéreas. A pandemia causou ainda forte redução no consumo das famílias, devido ao aumento do desemprego, o que afetou também empresas do setor de consumo, como é o caso da Ambev, foco de estudo do presente trabalho.

Com bares e restaurantes fechados, o setor de bebidas no Brasil apresentava queda de 52% no faturamento nos primeiros meses de 2020 (ISTO É DINHEIRO, 2020, apud ABRABE, 2020). A Ambev, líder mundial no mercado de cervejas, viu sua receita líquida ser reduzida em aproximadamente 10,4% no segundo trimestre de 2020, onde a retração causada pelo Covid-19 se fez mais notável. A companhia emprega mais de 26 mil funcionários no Brasil, tendo uma produção superior a 47 milhões de hectolitros/ano em todo mundo, além de ser uma das empresas mais sólidas da bolsa de valores brasileira, tais fatores fazem com que a Ambev tenha grande relevância para a economia brasileira.

Apesar da alta disponibilidade de liquidez, a queda na receita da empresa, trouxe dificuldade à realização de novos investimentos no curto prazo o que abre espaço para alternativas na obtenção de recursos como o *follow-on*, que ocorre quando a companhia dispõe novas ações à venda no mercado de capitais.

O mercado de capitais atua como intermediário entre empresas e agentes poupadores de dinheiro, viabilizando a atividade econômica destas companhias, seja por meio da negociação de ações através da bolsa de valores, negociação de títulos de dívida (*debêntures*), entre outros, permitindo o crescimento econômico via desenvolvimento financeiro.

Dentre os métodos de análise de ativos do mercado de capitais, destacam-se a análise técnica e a análise fundamentalista. Na análise técnica, o valor do ativo está relacionado apenas à variação histórica de seus preços, desconsiderando as razões pelas quais os preços seguem determinada tendência, o que não interessa ao trabalho por, dentre outros fatores, incorporar o fator especulação em sua análise.

O trabalho aborda a avaliação da Ambev a partir da análise fundamentalista (baseando-se primariamente em estudos de Aswath Damodaran e Juliano Pinheiro), utilizando-se do método do Fluxo de Caixa Descontado, apresentando dados sobre o setor de bebidas e especificamente sobre a Ambev, seu histórico e avaliação financeira no período de 2011 a 2019, para que se estabeleça uma base sólida para as projeções de receita futura da companhia, primordiais ao cálculo do *valuation*.

Buscando situar o trabalho na literatura nacional da análise fundamentalista, são analisados estudos que também se utilizaram do método do fluxo de caixa descontado, como os de Souza (2017) e Simões (2013), que dialogam com a hipótese de mercado eficiente, suscitando uma expectativa de crescimento ou de retração no preço do ativo analisado. O trabalho parte da hipótese de que o preço justo da cia. Ambev, encontrado pelo processo de *valuation*, será igual ao preço de mercado do ativo listado na bolsa de valores.

A relevância do trabalho se dá na medida que permite ao acionista concluir se a companhia estudada está sendo negociada por um preço alto ou baixo, relativamente ao seu valor intrínseco, permitindo auxiliar em uma possível decisão de compra ou venda do ativo em questão, além de fugir de armadilhas relativas à especulação.

O presente capítulo expõe a introdução ao trabalho, no capítulo 2 é abordada a base teórica da avaliação de empresas, apresentando os modelos de análise por múltiplos e de fluxo de caixa descontado, no capítulo 3 uma análise do setor de bebidas no Brasil além da participação da Ambev no mercado de bebidas nacional e internacional, o capítulo 4 introduz a história da Ambev e dados relevantes ao estudo, no capítulo 5 é aplicado à Ambev o modelo do fluxo de caixa descontado, enquanto o capítulo 6 trata da discussão dos resultados, o capítulo 7 arremete à conclusão do trabalho.

### **1.1 Objetivo Geral**

Encontrar o valor intrínseco da Ambev, estabelecendo um preço-alvo para a ação, a partir do cálculo do *Valuation*.

### **1.2 Objetivo específico**

a) Estimar o valor intrínseco da empresa, relacionando o Fluxo de Caixa Livre da Firma (do inglês *Free Cash Flow to Firm*, FCFF) com o Custo Médio Ponderado do Capital (do inglês, *Weighted Average Cost of Capital*, WACC).

b) Analisar, por meio do Fluxo de Caixa Descontado, se o valor intrínseco da empresa se encontra em um nível atrativo quando comparado ao valor de mercado.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. O Papel da Administração Financeira**

Em companhias de capital aberto os proprietários são os acionistas, tendo seu direito de propriedade caracterizado pelas ações, sejam elas ordinárias ou preferenciais. A remuneração dos acionistas se dá via proventos, podendo ocorrer de forma direta, na forma de pagamento de dividendos em dinheiro, ou ainda a partir de ganhos obtidos por meio de incrementos no preço da ação em relação ao valor pago.

O objetivo primordial para as empresas deve ser, portanto, maximizar a riqueza de seus proprietários, onde “A riqueza dos proprietários das sociedades por ações se mede pelo preço da ação, que, por sua vez, baseia-se no momento de ocorrência, na magnitude e no risco dos retornos (fluxos de caixa)” (GITMAN, 2010). A maximização dos fluxos de caixa, acompanhada do aumento dos lucros, resulta em possibilidade de pagamento de maiores quantias na forma de dividendos, além da consequente valorização do preço de mercado da ação. Da mesma maneira, as companhias devem buscar ainda, a contemplação do interesse de todas as partes diretamente envolvidas em seu negócio, estes sendo definidos como *stakeholders*.

### **2.2. A Avaliação de Empresas**

Todo ativo, seja ele financeiro ou real, tem um valor “A chave para investir e gerir estes ativos com sucesso está no entendimento, não somente do que é valor, mas também das fontes deste valor” (DAMODARAN, 2002, p.3). A avaliação de empresas ou *valuation* permite determinar o valor de uma companhia a partir de métodos quantitativos, permitindo indicar retorno de investimento em determinada companhia, e por meio de seu valor intrínseco, indicar seu preço justo. Nesse sentido são apresentados os modelos de análise absoluta, por meio do fluxo de caixa e de análise relativa por meio de múltiplos.

### **2.3. Método do Fluxo de Caixa Descontado**

A equação de valor presente permite calcular com exatidão quanto vale em termos de hoje um real a ser recebido ou despendido em algum momento do futuro e que se comparem fluxos de caixa ao longo do tempo, gerados em diferentes épocas.

Preferência por consumo imediato, receio quanto à inflação e os riscos que envolvem a espera para utilização do dinheiro são alguns dos motivos que justificam a necessidade de o



valor futuro ser superior ao valor presente. A taxa de desconto define em quanto este valor futuro terá de superar o valor presente, analogamente, define quanto vale, em valores atuais, uma quantia de dinheiro em determinado período de tempo.

Sobre o fluxo de caixa descontado, (PINHEIRO, 2005, p. 306) afirma, “Essa técnica trata de determinar o valor da empresa através da estimativa dos fluxos financeiros que gerará no futuro, para logo descontá-los a uma taxa de desconto apropriada segundo os riscos desses fluxos”.

Para análise do valor intrínseco da empresa, são utilizados dois modelos de fluxo de caixa, o fluxo de caixa livre ao acionista denominado FCFE (do inglês, *free cash flow to equity*), e o modelo de fluxo de caixa livre da firma denominado FCFF (do inglês, *free cash flow to firm*).

### 2.3.1. Fluxo de Caixa Livre ao Acionista (FCFE)

O modelo de fluxo de caixa livre ao acionista, permite determinar o preço justo da companhia por meio de sua geração de caixa após pagamento de obrigações financeiras, desembolso com investimentos de capital e capital de giro.

O método para obtenção do FCFE parte inicialmente do lucro líquido, que é convertido a fluxo de caixa a partir da subtração da necessidade de reinvestimento da firma. Gastos com capital são subtraídos por representarem saída de caixa, a depreciação e a amortização, por outro lado, são somadas por corresponderem a despesas não relativas ao caixa. Variações positivas no capital de giro geram um decréscimo no fluxo de caixa ao acionista. A equação do FCFE é apresentada como:

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação e Amortização} - \text{Capex} - \Delta \text{ no Capital de Giro} + \text{Dívida Líquida} \quad (1)$$

Em que:

Lucro Líquido = Lucros após juros e imposto de renda;

Capex = Investimento em capital;

$\Delta$  no Capital de Giro = Variação no capital de giro; e

Dívida Líquida = Empréstimos e financiamentos subtraídos do caixa.

Em outras palavras, o FCFE representa o quanto a firma pode retornar a seus acionistas por meio de dividendos. A fim de trazer seus valores futuros a valor presente líquido (VPL), desconta-se seu somatório pelo custo do capital próprio,  $K_e$ , como visto pela equação 2:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFEt}{(1+K_e)^t} \quad (2)$$

### 2.3.2. Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

O fluxo de caixa livre para a firma representa a totalidade de fluxos de caixa para detentores da empresa, sejam acionistas ordinários, detentores de títulos ou acionistas preferenciais, ou seja, considera recursos próprios, assim como os recursos de terceiros.

A fim de obter o preço justo da firma, calcula-se seu FCFF a partir dos lucros antes de juros e imposto de renda descontado pela porcentagem da alíquota de imposto, subtraindo os investimentos em capital e capital de giro, somado da depreciação. Exposto pela equação (3).

$$FCFF = Ebit \cdot (1 - t) - Capex + Dep. - \Delta \text{ no Capital de Giro} \quad (3)$$

Em que:

Ebit = Lucros antes de juros e imposto de renda;

t = Alíquota de imposto;

Capex = Investimento em capital;

Dep.= Depreciação; e

$\Delta$  no Capital de Giro = Variação no capital de giro.

Os futuros fluxos de caixa são então trazidos a valor presente, descontado pelo WACC, como mostrado na equação:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFFt}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

### 2.3.3. Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio ( $K_e$ ), pode ser encontrado por meio do modelo de precificação de ativos financeiros, do inglês *capital asset pricing model* (CAPM).

O cálculo do CAPM é composto por duas partes, primeiramente a taxa livre de risco, ( $R_f$ ), que representa o retorno exigido sobre um ativo livre de risco, em seguida pelo prêmio pelo risco, ( $R_m - R_f$ ), que indica o prêmio que o investidor espera receber para se expor ao

risco associado à carteira de mercado, este sendo multiplicado pelo beta da companhia, o qual indica a magnitude das variações das ações da companhia em relação às variações do índice de mercado. De acordo com Pinheiro (2005), o cálculo do CAPM se dá pela equação:

$$CAPM = Rf + \beta . ( Rm - Rf ) \quad (5)$$

Em que:

$Rf$  = Taxa livre de risco;

$\beta$  = Beta da companhia; e

$Rm$  = Retorno de mercado.

Devido ao fato de que no longo prazo as companhias tendem a ter um beta mais próximo ao beta de mercado, recomenda-se um ajuste no beta estatístico da empresa. O beta ajustado da companhia pode ser calculado por meio de uma ponderação entre o beta encontrado de forma estatística e o beta de mercado. A equação 6 expõe a ponderação supracitada:

$$\beta^* = \frac{2}{3}\beta_e + \frac{1}{3}\beta_m \quad (6)$$

Em que:

$\beta^*$  = Beta ajustado;

$\beta_e$  = Beta estatístico; e

$\beta_m$  = Beta de mercado.

#### **2.3.4. Taxa de Desconto**

A taxa de desconto refere-se ao preço do tempo para os detentores de capital, ou seja, o quanto mais esperam receber no futuro em relação ao valor presente, (PINHEIRO, 2005, p. 306) explicita que segundo o conceito de valor presente líquido, “o dinheiro de amanhã não é o mesmo que um dinheiro de hoje. O dinheiro de hoje vale mais que o dinheiro de amanhã. ” A taxa de desconto pode ser obtida através do custo médio ponderado do capital (WACC), este sendo obtido por meio da ponderação do custo do capital próprio, com o custo do capital de terceiros, utilizando o modelo de precificação de ativos financeiros (CAPM) e o custo da dívida, respectivamente.

Conforme Pinheiro (2005), o WACC é encontrado por meio da equação:

$$WACC = \left( \frac{FP}{D+FP} \right) \cdot Ke + \left( \frac{D}{D+FP} \right) \cdot Kd \cdot (1 - impostos) \quad (7)$$

Em que:

FP = Fundos próprios;

Ke = Custo do Capital Próprio;

D = Dívida financeira; e

Kd = Custo da dívida.

### 2.3.5. Valor Terminal

A partir da taxa de crescimento na perpetuidade e do custo médio ponderado de capital, é possível obter o valor terminal da companhia, que representa o período onde as empresas deixam de ter altas taxas de crescimento, passando a crescer a um ritmo menor, mais próximo da taxa de crescimento da economia, como exposto por Damodaran (2002, p. 425) “Ela [a firma] eventualmente irá crescer a uma taxa menor ou igual à taxa de crescimento da economia na qual está inserida”, o valor terminal pode ser observado a partir da equação 7.

$$Valor\ Terminal = \frac{FC_{t+1}}{WACC - g} \quad (8)$$

Em que:

FC<sub>t+1</sub> = Fluxo de caixa no primeiro ano da perpetuidade;

WACC = Taxa de desconto; e

g = Taxa de crescimento na perpetuidade.

### 2.4. Análise de Múltiplos

O método da análise de múltiplos é fortemente disseminado quando o assunto é avaliação de empresas. Grande parte das análises de casas de *research* além de diversas avaliações de incorporações e aquisições são baseadas nos múltiplos, tais como, preço/lucro (P/L), preço/valor patrimonial (P/VP), valor da firma/lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortizações (EV/Ebitda), utilizando grupos de firmas comparáveis, usualmente firmas de um mesmo setor.

O modelo baseado em múltiplos e firmas comparáveis pode ser feito utilizando menos dados e com maior rapidez quando comparado ao método de fluxo de caixa descontado. Os

resultados obtidos pelo modelo são ainda mais facilmente interpretados e podem ser apresentados com mais facilidade para clientes que o modelo de fluxo de caixa descontado. O fato de o modelo buscar medir o valor relativo, e não o valor intrínseco, faz com que reflita o humor atual do mercado.

Dentre as desvantagens de se utilizar a análise por múltiplos, pode-se destacar justamente aquilo que torna o modelo acessível, a facilidade com que o modelo pode ser montado, utilizando determinado múltiplo e um grupo de empresas consideradas comparáveis, o que pode gerar estimativas de valor inconsistentes, ignorando variáveis importantes como risco, crescimento e potencial do fluxo de caixa, além do fato de os múltiplos refletirem o humor do mercado, podendo resultar em uma elevada expectativa quando o mercado está sobre precificando determinadas firmas.

#### **2.4.1. Índice Preço / Lucro**

O índice preço/lucro é o múltiplo utilizado mais frequentemente na análise relativa, devido à simplicidade da sua obtenção, necessitando apenas da cotação da companhia na bolsa de valores, dividido pelo seu lucro líquido por ação observado no período de um ano. O múltiplo relaciona, desta forma, o preço atual aos lucros, este último deve, portanto, ser positivo no período. A Equação (6) apresenta o índice preço/lucro (P/L).

$$P/L = \frac{\textit{Preço por Ação}}{\textit{Lucro Líquido por Ação}} \quad (9)$$

Segundo Damodaran (2002), o maior problema relativo à utilização do preço/lucro se dá pelas variações de lucros por ação usados no cálculo, especialmente em firmas de alto crescimento, onde o P/L pode variar em grande proporção a depender da ótica de lucros utilizada.

#### **2.4.2. Índice Preço / Valor Patrimonial**

O índice Preço/Valor Patrimonial pode ser usado na comparação entre firmas e em relação ao valor negociado no mercado, para indicar precificações acima ou abaixo do nível de mercado, além disso, firmas com lucros negativos no período de observação podem ser analisadas pelo P/VP, visto que há um número menor de firmas com valor patrimonial negativo em comparação ao número de firmas com lucros negativos. Seu cálculo se dá por

meio da divisão do preço da ação pelo valor patrimonial por ação. O índice Preço/Valor Patrimonial (P/VP) é apresentado pela equação:

$$P/VP = \frac{\textit{Preço por Ação}}{\textit{Valor Patrimonial por Ação}} \quad (10)$$

Dentre as desvantagens relacionadas ao múltiplo, Damodaran (2002) destaca: suas possíveis alterações por decisões contábeis sobre a depreciação e outras variáveis, o fato de o múltiplo não ter grande valor quando utilizado para empresas de tecnologia ou firmas com ativos de baixo valor tangível, além de poder se tornar negativo em casos onde a firma apresenta uma sequência de relatórios com lucros negativos.

### **2.4.3. Índice EV / EBITDA**

O múltiplo relaciona o valor total da firma com o índice EBITDA, sigla em inglês referente aos lucros antes de impostos, depreciação e amortizações, representando a geração de caixa antes de despesas financeiras. O múltiplo auxilia desta forma na análise da condição operacional da empresa. O índice EV / EBITDA é apresentado pela equação:

$$EV/EBITDA = \frac{\textit{Valor da Firma}}{\textit{EBITDA}} \quad (11)$$

Há um número reduzido de firmas com EBITDA negativo em comparação a firmas com lucro por ação negativo, logo menos firmas se perdem neste tipo de análise. Além disso, diferentes métodos de análise da depreciação em diferentes companhias podem causar diferenças na mensuração dos lucros, não afetando, no entanto, o EBITDA. O múltiplo pode ainda ser utilizado para comparar firmas com diferentes níveis de alavancagem financeira.

### 3. ANÁLISE DO SETOR DE BEBIDAS

A produção global de cerveja, que vinha de leves quedas nos anos anteriores, apresentou crescimento de 0,6% entre 2017 e 2018, totalizando aproximadamente 2 bilhões de hectolitros no ano de 2018 (Flanders Investment & Trade, 2020). A Tabela 1 expõe os países com maior produção de cerveja no ano de 2018.

**Tabela 1: Produção Global de Cerveja, 2018.**

<b>País</b>	<b>Volume (Milhões de HL)</b>	<b>% Produção Global</b>
China	389,272	20,37%
Estados Unidos	214,607	11,23%
Brasil	141,379	7,40%
México	119,800	6,27%
Alemanha	93,652	4,90%
Rússia	77,470	4,05%
Japão	51,083	2,67%
Vietnã	43,000	2,25%
Reino Unido	42,282	2,21%
Polônia	40,930	2,14%
Resto do Mundo	697,125	36,49%
<b>Total</b>	<b>1910,600</b>	<b>100%</b>

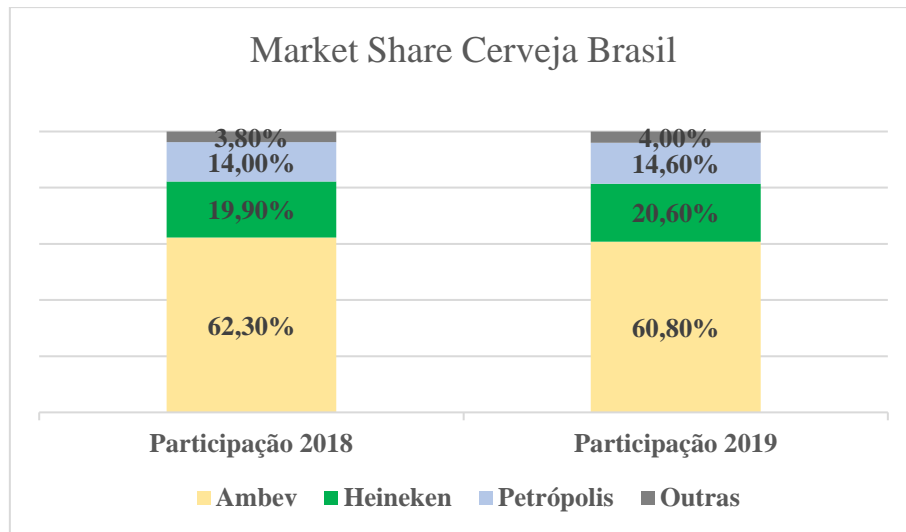
Fonte: Elaboração própria com dados obtidos junto a Flanders Investment & Trade (2020).

#### 3.1. Mercado Nacional

O mercado de cervejas no Brasil representa cerca de 2% do Produto Interno Bruto (PIB) do país, alcançando faturamento anual de 77 bilhões de reais, segundo dados de 2017 do Sindicato Nacional da Indústria de Cerveja (SINDICERV, 2020). Ainda segundo o SINDICERV, o mercado dispõe de grande potencial de crescimento, refletido no aumento dos investimentos realizados pelas companhias do setor de bebidas nos últimos anos.

#### 3.2. Principais Players

O mercado é liderado por três grandes companhias no Brasil, sendo elas, as brasileiras Ambev e Grupo Petrópolis, além da holandesa Heineken sendo a Ambev líder absoluta do segmento. Nos últimos anos, no entanto, a Heineken vem ganhando mercado no Brasil, conquistando margens antes da Ambev. O aumento na quantidade de cervejarias artesanais trouxe ainda uma nova concorrência para os grandes players do setor. O Market Share de Cervejas no Brasil para 2018 e 2019 são vistos na Figura 1.

**Figura 1: Market Share de Cervejas no Brasil em 2018 e 2019.**

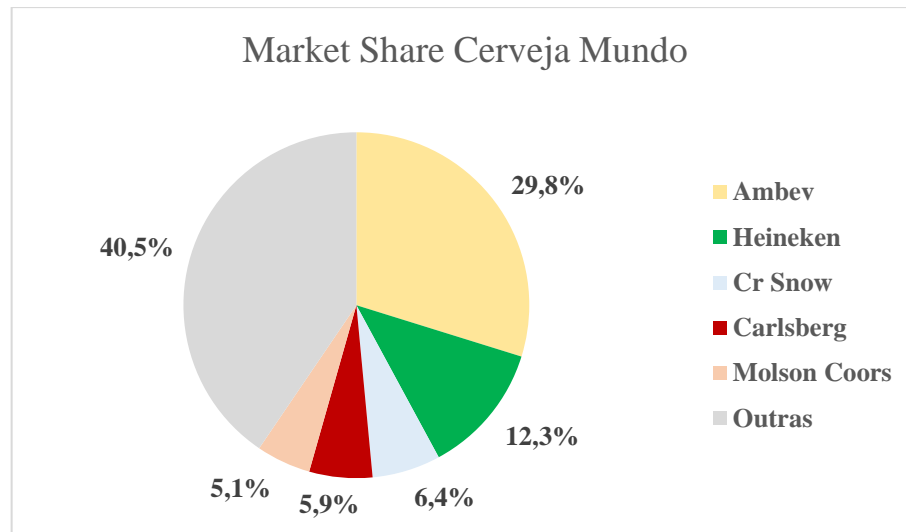
Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em BOUÇAS (2020).

Corroborando com a exposição anterior, o gráfico aponta um crescimento da participação de mercado das menores empresas, que conjuntamente, tomaram cerca de 1,5 pontos percentuais da parcela de mercado da Ambev, com destaque para a Heineken, com crescimento de 0,7 p.p.

A nível global, assim como no mercado doméstico, o setor é liderado pela companhia brasileira, tendo a Ambev uma parcela de aproximadamente 30% do mercado mundial. Seguida novamente pela Heineken, com cerca de 12% do mercado, além da chinesa CR Snow, a dinamarquesa Carlsberg e a norte-americana Molson Coors, representando de forma conjunta, mais de metade do *market share* mundial, como exposto pela Figura 2.



**Figura 2: Market Share de Cervejas Mundial, 2018.**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em Barth-Haas Group (2019).

### 3.3. Projeções para o Setor

Apesar da retração das economias mundiais devido à pandemia do Covid-19 no ano de 2020, com maior efeito nos dois primeiros trimestres do ano, o setor de bebidas vem apresentando forte recuperação no terceiro trimestre do mesmo, impulsionado em partes pelo retorno parcial das vendas pelo canal *on-trade*, como bares e restaurantes, fazendo com que o acumulado dos 9 meses de 2020 não sofra um decréscimo expressivo em relação ao mesmo período de 2019. A recuperação do setor traz consigo o retorno das expectativas positivas em relação ao futuro das companhias, que inexoravelmente voltarão a investir em expansão da capacidade produtiva a partir de 2021.

## **4. ESTUDO DE CASO – AMBEV**

### **4.1. História**

A partir da fusão entre a Companhia Antarctica Paulista e a Manufatura de Cerveja Brahma & Villeger & Companhia, duas das cervejarias mais antigas do Brasil, intermediada pelo grupo de investidores liderado por Jorge Paulo Lemann, a Ambev emergiu em 1999 como a quinta maior fabricante de cervejas do mundo. Posteriormente a partir de novas fusões e aquisições, destacando-se as negociações com a cervejaria belga Interbrew e a estadunidense Anheuser-Busch, fabricante da Budweiser, a Ambev passou a atuar em 140 países, se tornando líder mundial no mercado de cerveja (AMBEV, 2020). A companhia é gerida atualmente pelo diretor presidente executivo (CEO) Jean Jereissati Neto.

### **4.2. Atuação**

Apesar de o foco principal da companhia ser a fabricação de cervejas, possuindo marcas famosas no mercado nacional, como Brahma, Antarctica e Skol, e internacional, como Budweiser, Stella Artois e Corona, a companhia também atua no mercado de bebidas não alcoólicas (NAB), sendo responsável pela fabricação dos refrigerantes Guaraná Antarctica e H2OH!, além da distribuição da marca Gatorade no Brasil.

Como exposto anteriormente, a crise sanitária causada pelo Covid-19 no ano de 2020 impôs às empresas a necessidade de alterar seu modo de trabalho além de buscar novos meios de interação com os clientes. A partir da ampliação de sua plataforma e-commerce a Ambev pôde arrefecer os impactos de fechamento de bares e restaurantes. O aplicativo ‘Zé Delivery’, criado em 2016, registrou mais de 5,5 milhões de pedidos no segundo trimestre de 2020, apresentando um crescimento de mais de 360% quando comparado a todo ano de 2019. A companhia destacou-se ainda na formulação de campanhas para auxiliar no combate ao Covid, fabricando mais de 1,2 milhão de unidades de álcool gel, criando parcerias com hospitais para ampliação de leitos visando atender pacientes que contraíram o vírus, além da fabricação de máscaras para profissionais da saúde, entre outras.

### **4.3. Composição Acionária da Ambev em 2020.**

Dentre os principais detentores de participações da ABEV3 estão a Interbrew International Bv, a Fundação Zerrenner e a Ambrew S.à.r.l, com 53,65%, 10,23% e 8,18% das ações respectivamente, o número restante de ações divide-se entre as ações em circulação no

mercado, com 27,68%, 0,25% de outras fontes e 0,01% em tesouraria, como ilustra a tabela a seguir. Não há distinção entre o tipo de ação na tabela, pelo fato de a Ambev negociar apenas ações ordinárias.

**Tabela 2: Composição Acionária Ambev, 2020.**

Detentor	ON	% Ações
Anheuser-Busch InBev	9.728.777.961	61,8%
FAHZ	1.609.987.301	10,2%
Mercado	4.394.312.642	27,9%
<b>Em Circulação</b>	<b>15.733.077.904</b>	<b>100%</b>
Tesouraria	2.040.061	
<b>TOTAL</b>	<b>15.735.117.965</b>	
Ações em negociações na B3	3.067.050.806	19,5%
Ações em negociação NYSE	1.327.261.836	8,4%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em: Relação com investidores Ambev (2020).

#### 4.4. Resultado Consolidado da Ambev em 2019

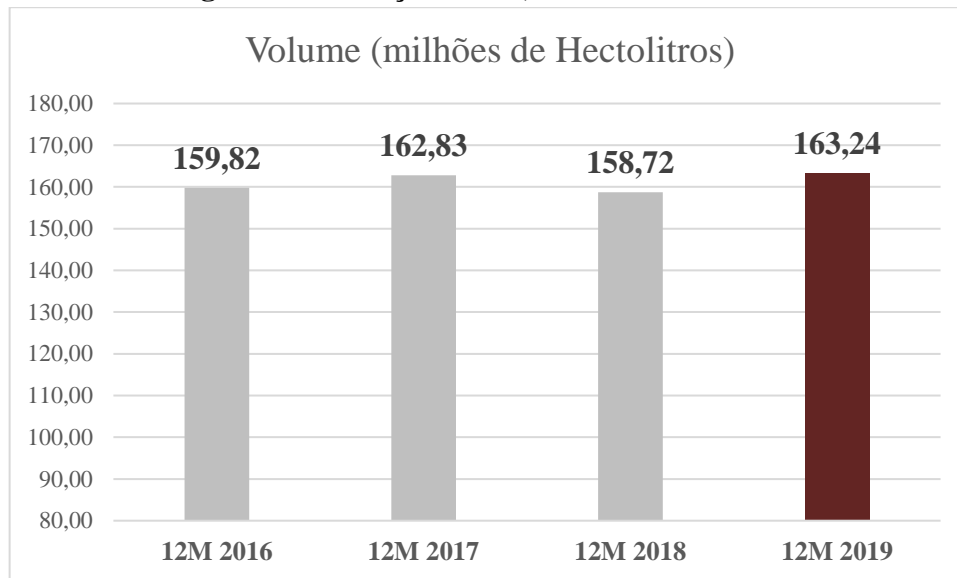
No ano de 2019 a Ambev relatou moderada evolução na receita líquida, totalizando 7,9% de crescimento orgânico, atrelada, no entanto, a um crescimento do custo do produto vendido (CPV), gerando uma evolução do EBITDA de 1,5% (Figura 3).

**Figura 3: Resultado Consolidado, Ambev 2019.**

Resultado consolidado R\$ milhões	12M18	Escopo	Conversão de Moeda	IAS 29 Impacto de 9M	Crescimento Orgânico	%		
						12M19	Reportado % Orgânico	
Receita líquida	50.231,3	44,0	(1.648,9)		3.973,3	52.599,7	4,7%	7,9%
Custo produto vendido	(19.249,4)	(18,7)	523,1		(2.935,1)	(21.678,2)	12,6%	15,3%
Lucro bruto	30.981,9	27,3	(1.125,9)		1.038,3	30.921,6	-0,2%	3,4%
SG&A total	(14.892,0)	(22,8)	485,5		(1.098,2)	(15.327,5)	4,3%	7,5%
Outras receitas/(despesas) operacionais	947,3		18,3		(87,6)	878,1	-7,3%	-0,2%
Lucro operacional (EBIT ajustado)	17.237,3	4,5	(622,1)		(147,6)	16.472,1	-4,4%	-0,9%
Itens não recorrentes antes do EBIT	(86,4)		16,1		(328,9)	(397,2)	ns	ns
Resultado financeiro	(4.030,3)					(3.109,6)	-22,8%	
Participação nos resultados de empreendimentos controlados em conjunto	1,0					(22,3)	ns	
Imposto de renda	(1.773,9)					(754,7)	-57,5%	
Lucro líquido	11.347,7					12.188,3	7,4%	
Atribuído a Ambev	10.995,0					11.780,0	7,1%	
Atribuído a não controladores	352,7					408,4	15,8%	
Lucro líquido ajustado	11.561,6					12.549,9	8,5%	
Atribuído a Ambev	11.219,4					12.139,0	8,2%	
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>21.685,7</b>	<b>4,5</b>	<b>(858,4)</b>		<b>315,3</b>	<b>21.147,1</b>	<b>-2,5%</b>	<b>1,5%</b>

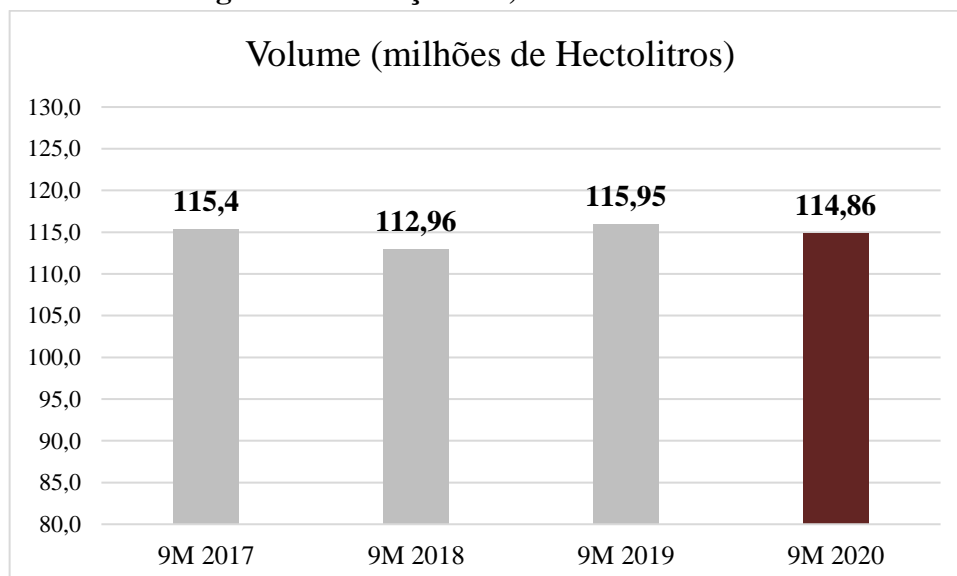
Fonte: Relação com investidores Ambev (2020).

O volume de produção no último trimestre de 2019 alcançou 47,3 milhões de hectolitros, representando um crescimento de aproximadamente 3,3% em comparação ao mesmo período do ano anterior. Observa-se que a empresa apresentou um crescimento de aproximadamente 2,14% em 2019 em relação ao ano de 2016 (Figura 4).

**Figura 4: Produção anual, Ambev 2016 - 2019.**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em: Relação com investidores Ambev (2020).

Mesmo passando por um cenário de queda na demanda no primeiro e no segundo trimestre de 2020, ocasionada pela pandemia do Corona vírus, a companhia obteve um crescimento na produção de 12% no terceiro trimestre de 2020 em comparação ao mesmo período de 2019, indicando forte recuperação em relação aos primeiros meses do ano de 2020, impulsionado pelo desempenho das marcas *premium*, que apresentaram um desempenho superior na maioria dos mercados, fazendo o portfólio *premium* da Ambev crescer dois dígitos no trimestre. No acumulado dos 9 meses do ano de 2020, no entanto, a AmBev ainda acumula ligeira queda na produção (1,1%) em relação a 2019 (Figura 5).

**Figura 5: Produção 9M, Ambev 2017 - 2020.**

Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em: Relação com investidores Ambev (2020).

A receita líquida da companhia no período foi quase nula, apresentando variação positiva de 0,5%, acompanhada de um crescimento de 14,8% no custo do produto vendido, principalmente devido à variação da taxa de câmbio, o que gerou uma redução de 17,4% no EBITDA da empresa no período (Figura 6).

**Figura 6: Resultado Consolidado, Ambev 9M de 2020.**

Resultado consolidado R\$ milhões	9M19	Escopo	Conversão de Moeda	IAS 29 Impacto de 6M	Crescimento Orgânico	%		
						9M20	Reportado	Orgânico
Receita líquida	36.742,9	143,8	2.766,0		169,7	39.822,4	8,4%	0,5%
Custo produto vendido	(15.298,7)	(72,0)	(1.234,4)		(2.263,1)	(18.868,2)	23,3%	14,8%
Lucro bruto	<b>21.444,2</b>	<b>71,8</b>	<b>1.531,7</b>		<b>(2.093,4)</b>	<b>20.954,2</b>	-2,3%	-9,8%
SG&A total	(11.192,7)	(44,6)	(854,7)		(415,2)	(12.507,2)	11,7%	3,7%
Outras receitas/(despesas) operacionais	559,7		(13,3)		(142,2)	404,2	-27,8%	-25,4%
Lucro operacional (EBIT ajustado)	10.811,3	27,1	663,6		(2.650,8)	8.851,2	-18,1%	-24,5%
Itens não recorrentes antes do EBIT	(66,9)		(26,8)		(218,1)	(311,8)	ns	ns
Resultado financeiro	(1.545,3)					(3.475,4)	124,9%	
Participação nos resultados de empreendimentos controlados em conjunto	(11,1)					(33,9)	ns	
Inposto de renda	(1.218,6)					(188,6)	-84,5%	
Lucro líquido	7.969,4					4.841,5	-39,2%	
Atribuído a Ambev	7.680,3					4.593,4	-40,2%	
Atribuído a não controladores	289,1					248,2	-14,2%	
Lucro líquido ajustado	7.916,4					5.096,3	-35,6%	
Atribuído a Ambev	7.626,2					4.844,1	-36,5%	
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>14.222,4</b>	<b>27,9</b>	<b>876,0</b>		<b>(2.472,1)</b>	<b>12.654,2</b>	<b>-11,0%</b>	<b>-17,4%</b>

Fonte: Relação com investidores Ambev (2020).

#### 4.5. Dívida Consolidada da Ambev em 2019 e 2020.

A companhia tem sua dívida majoritariamente em moeda local, apresentando, no entanto, forte crescimento da dívida em moeda estrangeira no período exposto, muito por conta da desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar devido à crise mundial (Figura 7).

**Figura 7: Detalhamento da dívida Ambev.**

Detalhamento da dívida R\$ milhões	31 de dezembro de 2019			30 de setembro de 2020		
	Circulante	Não circulante	Total	Circulante	Não circulante	Total
Moeda Local	474,3	1.881,9	2.356,2	2.655,4	1.797,0	4.452,4
Moeda Estrangeira	178,9	527,7	706,6	1.662,8	739,8	2.402,6
<b>Dívida Consolidada</b>	<b>653,1</b>	<b>2.409,7</b>	<b>3.062,8</b>	<b>4.318,2</b>	<b>2.536,8</b>	<b>6.855,0</b>
Caixa e Equivalentes de Caixa (líquido da conta garantida)			11.900,6			20.981,6
Aplicações Financeiras Correntes			14,6			1.442,9
<b>Dívida/(caixa) líquida</b>			<b>(8.852,4)</b>			<b>(15.569,5)</b>

Fonte: Relação com investidores Ambev (2020).

#### 4.6. Balanço Patrimonial da Ambev em 2017 - 2019.

Nos últimos anos a empresa tem observado crescimento no total de seu ativo, acompanhado de uma menor evolução no total do passivo, aproximadamente 17% e 2%,

respectivamente, o que gerou um crescimento no patrimônio líquido de 30,4% no período de 2017 a 2019, indicando uma evolução na saúde financeira da companhia.

A fim de expor os dados consolidados referentes ao passado recente da companhia, a tabela 3 exibe todas as informações contábeis do balanço patrimonial referente aos três últimos anos.

**Tabela 3: Balanço Patrimonial Ambev, 2017 - 2019.**

Descrição da Conta (R\$ milhões)	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
<b>Ativo</b>			
<b>Ativo circulante</b>			
Caixa e equivalentes de caixa	11.900,7	11.463,5	10.354,5
Aplicações financeiras	14,6	13,4	11,9
Instrumentos financeiros derivativos	172,1	220,0	350,0
Contas a receber	4.495,5	4.879,3	4.944,8
Estoques	5.978,6	5.401,8	4.319,0
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	1.831,4	1.285,4	2.770,4
Demais impostos a recuperar	2.242,7	863,3	600,2
Outros ativos	985,6	1.202,9	1.367,3
	<b>27.621,1</b>	<b>25.329,6</b>	<b>24.718,1</b>
Aplicações financeiras	163,6	147,3	122,0
Instrumentos financeiros derivativos	1,2	34,9	35,2
Imposto de renda e contribuição social a recuperar	4.331,9	3.834,4	2.312,7
Imposto de renda e contribuição social diferidos	2.950,1	2.064,7	2.279,3
Demais impostos a recuperar	671,1	539,8	225,0
Outros ativos	1.751,7	1.687,4	1.964,4
Benefícios a funcionários	56,2	64,3	58,4
Investimentos	303,4	257,1	238,0
Imobilizado	22.576,3	21.638,0	18.822,3
Intangível	6.306,4	5.840,6	4.674,7
Ágio	35.009,9	34.276,2	31.401,9
	<b>74.121,8</b>	<b>70.384,8</b>	<b>62.133,9</b>
<b>Total do Ativo</b>	<b>101.742,9</b>	<b>95.714,4</b>	<b>86.852,0</b>
<b>Patrimônio Líquido e Passivo</b>			
<b>Passivo Circulante</b>			
Contas a pagar	15.069,6	14.050,0	11.853,9
Instrumentos financeiros derivativos	355,3	679,3	215,1
Empréstimos e financiamentos	653,1	1.941,2	1.321,1
Conta garantida	0,0	-	1,8

Salários e encargos	833,0	851,6	1.047,2
Dividendos e juros sobre o capital próprio a pagar	956,6	807,0	1.778,6
Imposto de renda e contribuição social a recolher	1.394,2	1.558,6	1.668,4
Impostos, taxas e contribuições a recolher	4.108,5	3.781,6	3.825,4
Outros passivos	1.530,7	1.366,6	6.807,9
Provisões	110,0	173,0	169,0
	<b>25.011,0</b>	<b>25.209,0</b>	<b>28.688,4</b>
<b>Passivo Não Circulante</b>			
Contas a pagar	309,6	126,1	175,1
Instrumentos financeiros derivativos	0,1	2,5	2,4
Empréstimos e financiamentos	2.409,7	2.162,4	1.231,9
Imposto de renda e contribuição social diferidos	2.371,1	2.424,6	2.329,3
Imposto de renda e contribuição social a recolher	2.219,6	2.227,8	2.418,0
Impostos, taxas e contribuições a recolher	645,2	675,6	771,6
Opção de venda concedida sobre participação em controlada e outros passivos	3.145,4	2.661,8	429,1
Provisões	371,0	426,2	512,6
Benefícios a funcionários	2.704,5	2.343,7	2.310,7
	<b>14.175,9</b>	<b>13.050,6</b>	<b>10.180,7</b>
<b>Total do Passivo</b>	<b>39.186,9</b>	<b>38.259,6</b>	<b>38.869,1</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>			
Capital social	57.866,8	57.710,2	57.614,1
Reservas	75.685,7	70.122,6	63.361,2
Ajuste de avaliação patrimonial	(72.274,5)	(71.584,8)	(74.966,5)
Patrimônio líquido de controladores	61.278,0	56.248,0	46.008,8
Participação de não controladores	1.278,0	1.206,8	1.974,1
	<b>62.556,0</b>	<b>57.454,8</b>	<b>47.982,9</b>
<b>Total do passivo e patrimônio líquido</b>	<b>101.742,9</b>	<b>95.714,4</b>	<b>86.852,0</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados coletados em: Relação com investidores Ambev (2020).

## 5. METODOLOGIA

O *Valuation* da companhia Ambev foi efetuado a partir do fluxo de caixa livre para a firma, trazido a valor presente por meio da taxa de desconto, isto é, pelo custo médio ponderado de capital. O valor obtido foi então dividido pelo número de ações da empresa, alcançando, desta forma, o valor intrínseco da companhia.

O estudo projetou a evolução das variáveis da companhia para os próximos 5 anos, a partir de então, considerou-se que o crescimento se tornará constante.

### 5.1. Comportamento Histórico dos Resultados Financeiros da Ambev

Recorrendo a dados históricos, foi possível obter a proporção das principais variáveis em relação a receita da companhia para o período de 2011 a 2019. A tabela a seguir expõe os dados supracitados em porcentagem da receita.

**Tabela 4: Dados Históricos dos Resultados Financeiros da Ambev, período de 2011 a 2019.**

<b>% da Receita</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Mediana</b>
CPV	32,4	31,9	32,8	33,7	34,4	36,6	37,7	38,4	41,2	34,38
Lucro Bruto	67,6	68,1	67,2	66,3	65,6	63,4	62,3	61,6	58,8	65,62
Despesas Operacionais	24,5	24,9	23,0	24,6	24,7	28,4	27,8	27,6	27,5	24,91
EBIT	43,1	43,2	44,2	41,8	41,0	35,0	34,5	34,0	31,3	40,96
CAPEX	11,8	9,4	8,0	8,1	11,3	9,1	6,7	7,1	9,6	9,06
Depreciação	5,4	5,5	6,0	6,2	6,6	7,7	7,5	8,0	8,9	6,58
$\Delta$ Capital de giro	-7,7	1,6	7,2	-11,5	-1,6	-6,7	1,9	8,1	4,7	1,57

Fonte: Elaboração Própria.

### 5.2. Projeções

A fim de uma maior precisão na projeção dos fluxos de caixa futuros da Ambev, o estudo recorreu a dados anuais referentes ao período de 2011 a 2019, por meio das divulgações de resultado da companhia no referido período. Buscando ainda retratar com maior veracidade a atual situação da economia como um todo e da companhia em si, foram



utilizados dados trimestrais do ano de 2020, que refletem as variações decorrentes da crise sanitária em consequência da pandemia do Covid-19.

Para efeito de cálculo das variáveis para o ano de 2021 em diante, as grandes variações no ano de 2020 foram desconsideradas, por se tratar de um ano com cenário atípico para a companhia. As variáveis foram projetadas a partir de sua mediana histórica em relação à receita líquida.

### 5.2.1. Receita Líquida

A receita da companhia observou um crescimento de aproximadamente 94% no período de análise, sendo um crescimento médio de 8,89% ao ano. Para o quarto trimestre de 2020 foi calculada a média dos trimestres anteriores, a fim de projetar a receita total do ano. Como observado na tabela 5.

**Tabela 5: Receita Líquida da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>Receita Líquida (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	12.602,60
<b>2ºT 2020</b>	11.615,30
<b>3ºT 2020</b>	15.604,50
<b>4ºT 2020'</b>	13.274,13
<b>12M 2020'</b>	53.096,53

Fonte: Elaboração Própria. (\*) Significa valor projetado.

Para o período de 2021 a 2024 considerou-se que a Ambev seguirá aferindo uma evolução de aproximadamente 9% ao ano, como expõe a tabela 6.

**Tabela 6: Projeção Receita Líquida da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Receita Líquida (em milhões R\$)</b>
<b>2020'</b>	53.096,53
<b>2021'</b>	57.817,50
<b>2022'</b>	62.958,20
<b>2023'</b>	68.556,00
<b>2024'</b>	74.651,50

Fonte: Elaboração Própria. (\*) Significa valor projetado.

### 5.2.2. CPV (Custo do Produto Vendido)

O custo do produto vendido (CPV) da Ambev teve historicamente uma mediana de 34,48% em relação à receita líquida. No ano acumulado de 2020 esta proporção foi de

aproximadamente 47,38%. A tabela a seguir exibe a projeção para o quarto trimestre e acumulado do ano de 2020.

**Tabela 7: CPV da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>Receita Líquida (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	5.643,20
<b>2ºT 2020</b>	5.801,90
<b>3ºT 2020</b>	7.423,10
<b>4ºT 2020'</b>	6.289,40
<b>12M 2020'</b>	25.157,60

Fonte: Elaboração Própria. (') Significa valor projetado.

A tabela (8) traz a projeção estimada do CPV.

**Tabela 8: Projeção CPV da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>CPV (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	25.157,60	47,38%
<b>2021'</b>	19.876,50	34,38%
<b>2022'</b>	21.643,70	34,38%
<b>2023'</b>	23.568,10	34,38%
<b>2024'</b>	25.663,60	34,38%

Fonte: Elaboração Própria. (') Significa valor projetado.

### 5.2.3. Lucro Bruto

Devido ao alto CPV, espera-se um lucro bruto da companhia em 2020 inferior aos anos anteriores. Como exposto pela tabela 9.

**Tabela 9: Lucro Bruto da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>Receita Líquida (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	6.959,40
<b>2ºT 2020</b>	5.813,50
<b>3ºT 2020</b>	8.181,30
<b>4ºT 2020'</b>	6.984,73
<b>12M 2020'</b>	27.938,93

Fonte: Elaboração Própria. (') Significa valor projetado.

O lucro bruto é obtido por meio da subtração do CPV da receita líquida, a tabela 10 exibe o lucro bruto histórico, além da projeção até 2024.

**Tabela 10: Projeção Lucro Bruto da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Lucro Bruto (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	27938,90	52,62%
<b>2021'</b>	37941,20	65,62%
<b>2022'</b>	41314,60	65,62%
<b>2023'</b>	44988,00	65,62%
<b>2024'</b>	48988,00	65,62%

Fonte: Elaboração Própria. (') Significa valor projetado.

#### **5.2.4. Despesas Operacionais**

Entre despesas de vendas, gerais e administrativas, do inglês *selling, general and administrative expenses* (SG&A), além de outras despesas operacionais, a Ambev teve uma mediana histórica de aproximadamente 25% em relação a receita líquida, a tabela 11 traz a projeção das despesas para o ano de 2020 a partir das despesas dos 3 primeiros trimestres do ano.

**Tabela 11: Despesas Operacionais da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>Despesas Operacionais (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	3.900,90
<b>2ºT 2020</b>	3.767,40
<b>3ºT 2020</b>	4.434,70
<b>4ºT 2020'</b>	4.034,33
<b>12M 2020'</b>	16.137,33

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

A tabela 12 exibe a projeção das despesas operacionais para o período de 2020 a 2024.

**Tabela 12: Projeção Despesas Operacionais da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Despesas Operacionais (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	16.137,33	30,39%
<b>2021'</b>	14.403,00	24,91%
<b>2022'</b>	15.683,60	24,91%
<b>2023'</b>	17.078,10	24,91%
<b>2024'</b>	18.596,50	24,91%

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

### 5.2.5. EBIT

O lucro antes de juros e imposto de renda (EBIT) da Ambev nos primeiros trimestres do ano de 2020 esteve em um patamar inferior quando comparado a 2019. A tabela 13 projeta o valor para o quarto trimestre e, com isso, o acumulado para o ano de 2020.

**Tabela 13: EBIT da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>EBIT (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	3.058,50
<b>2ºT 2020</b>	2.046,10
<b>3ºT 2020</b>	3.746,60
<b>4ºT 2020'</b>	2.950,40
<b>12M 2020'</b>	11.801,60

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

A projeção anual de 2020 até 2024 é exibida pela tabela 14.

**Tabela 14: Projeção EBIT da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>EBIT (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	11.801,60	22,23%
<b>2021'</b>	23.681,00	40,96%
<b>2022'</b>	25.786,50	40,96%
<b>2023'</b>	28.079,30	40,96%
<b>2024'</b>	30.575,90	40,96%

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

### 5.2.6. CAPEX

Os gastos de capital da Ambev, do inglês *capital expenditure* (CAPEX), que informam o total de gastos da companhia com investimentos no ano de 2020, são expostos pela tabela 15.

**Tabela 15: Capex da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>CAPEX (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	1.346,30
<b>2ºT 2020</b>	807,10
<b>3ºT 2020</b>	1.144,80
<b>4ºT 2020'</b>	1.099,40
<b>12M 2020'</b>	4.397,60

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

Juntando a projeção de 2020 aos anos de 2021 a 2024, obtém-se a tabela 16.

**Tabela 16: Projeção Capex da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>CAPEX (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	4.397,60	8,28%
<b>2021'</b>	5.239,60	9,06%
<b>2022'</b>	5.705,50	9,06%
<b>2023'</b>	6.212,80	9,06%
<b>2024'</b>	6.765,20	9,06%

Fonte: Elaboração própria. (\*) Significa valor projetado.

### 5.2.7. Depreciação

A depreciação no ano de 2020, que informa a perda de valor dos ativos da companhia não relativos ao caixa, é exposta pela tabela 17.

**Tabela 17: Depreciação da Ambev em 2020.**

<b>Período</b>	<b>Depreciação (em milhões R\$)</b>
<b>1ºT 2020</b>	1.174,00
<b>2ºT 2020</b>	1.302,20
<b>3ºT 2020</b>	1.326,90
<b>4ºT 2020'</b>	1.267,70
<b>12M 2020'</b>	5.070,80

Fonte: Elaboração própria. (\*) Significa valor projetado.

A partir da tabela 17, foi elaborada a tabela 18 que traz a projeção até 2024.

**Tabela 18: Projeção Depreciação da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Depreciação (em milhões R\$)</b>	<b>% da Receita</b>
<b>2020'</b>	5.070,80	9,55%
<b>2021'</b>	3.804,30	6,58%
<b>2022'</b>	4.142,50	6,58%
<b>2023'</b>	4.510,90	6,58%
<b>2024'</b>	4.911,90	6,58%

Fonte: Elaboração própria. (\*) Significa valor projetado.

### 5.2.8. Variação do Capital de Giro

A fim de obter a variação do capital de giro, o trabalho recorreu ao capital de giro dos anos anteriores da companhia. A projeção para a variação do capital de giro, que traduz a diferença entre a variação do ativo circulante e a variação do passivo circulante, foi de 8,72%

para o ano de 2020, enquanto que para os anos de 2021 a 2024 este valor segue a mediana histórica de 1,57%, a tabela 19 expõe os valores para o capital de giro da companhia, além de sua variação em relação ao ano anterior.

**Tabela 19: Capital de Giro e Variação do Capital de Giro da Ambev para o período de 2019 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Capital de Giro (em milhões R\$)</b>	<b>Variação do Capital de Giro</b>
<b>2019</b>	2.610,10	-
<b>2020'</b>	7.240,30	4630,2
<b>2021'</b>	8.149,78	909,5
<b>2022'</b>	9.140,13	990,3
<b>2023'</b>	10.218,52	1078,4
<b>2024'</b>	11.392,81	1174,3

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

### 5.2.9. Fluxo de Caixa

A partir dos dados referentes às projeções, expostos no subitem 5.2, foi possível a obtenção do fluxo de caixa livre para firma (FCFF), aplicando a equação (3), como exposto pela tabela 20.

**Tabela 20: Projeção FCFF da Ambev para o período de 2020 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>FCFF (em milhões R\$)</b>
<b>2020'</b>	6.192,38
<b>2021'</b>	18.020,83
<b>2022'</b>	19.623,11
<b>2023'</b>	21.367,85
<b>2024'</b>	23.267,73

Fonte: Elaboração própria. (') Significa valor projetado.

### 5.3. Taxa de Crescimento na Perpetuidade

A taxa de crescimento na perpetuidade deve ser sempre igual ou inferior à taxa de crescimento do PIB, visto que, à uma taxa superior a companhia eventualmente se tornaria maior que a economia do país. Para o cálculo da perpetuidade, foram utilizadas as expectativas do Banco Central de crescimento para o PIB de 2021 a 2024, obtendo uma média de 2,66% de crescimento anual, como exposto na tabela 21.

**Tabela 21: Expectativa de crescimento do PIB para o período de 2021 a 2024.**

<b>Ano</b>	<b>Expectativa %</b>
<b>2021</b>	3,33%
<b>2022</b>	2,48%
<b>2023</b>	2,45%
<b>2024</b>	2,37%
<b>Média</b>	<b>2,66%</b>

Fonte: Elaboração própria com dados obtidos junto ao Banco Central.

## **5.4. Cálculo do Custo de Capital Próprio**

### **5.4.1. Cálculo do Beta da Ambev**

A regressão que relaciona as variâncias e covariâncias do valor de mercado da Ambev com o índice da bolsa brasileira a partir da cotação diária da ação entre agosto de 2009 e agosto de 2020 encontrou as estatísticas expostas na tabela 22.

**Tabela 22: Estatísticas Ambev X Ibovespa.**

	<b>Ambev</b>	<b>Ibovespa</b>
<b>Rentabilidade média diária</b>	0,04%	0,02%
<b>Rentabilidade média anual</b>	11,03%	5,18%
<b>Desvio Padrão</b>	1,57%	1,60%
<b>Variância</b>	0,025%	0,026%
<b>Beta</b>	0,545	1
<b>Beta ajustado</b>	0,696	-

Fonte: Elaboração Própria.

O beta ajustado de 0,696 da Ambev sugere que uma variação de 1 ponto percentual no índice Ibovespa gera uma variação de mesmo sentido na companhia, porém de menor magnitude, 0,696 pontos percentuais.

### **5.4.2. Taxa Livre de Risco**

Como cerca de 70% das ações da Ambev são negociadas na bolsa brasileira, o estudo utilizou a tesouro Selic 2025 como métrica para a taxa livre de risco, cuja taxa bruta encontrada foi de aproximadamente 4,86% ao ano, segundo dados do tesouro direto (TESOURO DIRETO, 2020).

### **5.4.3. Taxa de Retorno do Mercado**

A fim de determinar a taxa de retorno de mercado esperada, o estudo recorreu a dados do site Economatica (2020) referentes ao período de 1967 a 2017, os quais informam que, historicamente, o índice da bolsa de valores brasileira teve um retorno anual médio de 11,74% ao ano.

#### 5.4.4. CAPM

Estabelecidas a taxa livre de risco e a taxa de retorno de mercado, além do beta ajustado da Ambev, foi possível calcular a taxa de retorno esperada para investimentos, por meio do CAPM, encontrando o valor de 9,65%, como exposto na tabela 23.

**Tabela 23: Cálculo do CAPM da Ambev.**

<b>Cálculo do CAPM</b>	
<b>Taxa livre de risco (Rf)</b>	4,86%
<b>Beta ajustado (<math>\beta^*</math>)</b>	0,696
<b>Retorno anual Ibovespa (Rm)</b>	11,74%
<b>Retorno esperado (Ke)</b>	9,65%

Fonte: Elaboração própria.

#### 5.5. Cálculo do Custo de Capital de Terceiros

O custo do capital de terceiros (Kd) foi obtido a partir da despesa com juros no período referente aos três primeiros trimestres de 2020, dividido pelo total do passivo oneroso do mesmo período, que corresponde a soma dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo. A tabela 24 expõe as despesas com juros e o passivo oneroso em milhões de reais, além do custo do capital de terceiros (Kd) em valor percentual.

**Tabela 24: Custo do Capital de Terceiros da Ambev.**

<b>Cálculo do Kd</b>	
<b>Despesas com juros</b>	1.397,90
<b>Passivo Oneroso</b>	6.855,00
<b>Custo do Cap. de Terceiros</b>	20,39%

Fonte: Elaboração própria.

#### 5.6. Cálculo do WACC e Valor Presente

Calculados os custos de capital próprio (Ke) e do capital de terceiros (Kd), a mediana histórica da alíquota de imposto, no valor de 14%, além da divisão do valor da dívida consolidada (R\$ 6.855.000,00) pelo total do ativo (R\$ 127.056.800,00), que informou a proporção de capital próprio e de capital de terceiros da Ambev, foi possível obter o do custo médio ponderado de capital (WACC), como exposto na tabela 25.



**Tabela 25: WACC da Ambev.**

<b>WACC</b>	<b>(Em %)</b>
<b>Custo Cap. Próprio (Ke)</b>	9,65%
<b>Fundos Próprios (Fp)</b>	95%
<b>Custo Cap. de Terceiros (Kd)</b>	20,39%
<b>Dívida (D)</b>	5%
<b>Alíquota de Imposto (t)</b>	14%
<b>WACC</b>	10,07%

Fonte: Elaboração própria.

Por meio da taxa de desconto e dos fluxos de caixa, foi possível calcular o valor presente dos fluxos, recorrendo à equação (4). A tabela 26 exhibe o valor presente dos fluxos de caixa projetados para o período de 2020 a 2024, além da soma dos mesmos.

**Tabela 26: Valor Presente dos Fluxos de Caixa.**

<b>Valor Presente</b>	<b>(Em milhões R\$)</b>
<b>2020'</b>	5.625,85
<b>2021'</b>	14.874,31
<b>2022'</b>	14.715,02
<b>2023'</b>	14.557,44
<b>2024'</b>	14.401,55
<b>Soma 2020 a 2024</b>	64.174,17

Fonte: Elaboração própria.

### 5.7. Perpetuidade e Valor por ação

A partir da taxa de crescimento na perpetuidade ( $g$ ) e do custo médio ponderado de capital (WACC), além do fluxo de caixa do primeiro ano da perpetuidade ( $FC_{t+1}$ ), foi possível obter o valor terminal da companhia, utilizando a equação (8). A tabela 27 expõe o cálculo do valor terminal da Ambev.

**Tabela 27: Valor Terminal do FCF da Ambev.**

<b>Valor Terminal</b>	<b>(Em milhões R\$)</b>
<b><math>FC_{t+1}</math></b>	13.432,02
<b>Taxa de Crescimento (g)</b>	2,66%
<b>WACC</b>	10,07%
<b>Valor Terminal</b>	181.207,72

Fonte: Elaboração própria.

Após sua obtenção, o valor terminal foi somado ao restante do valor presente dos fluxos de caixa, encontrando como preço justo de mercado para a Ambev o valor de R\$245.381.900.000,00. Este valor foi então dividido pelo número total de ações da companhia, a fim de calcular o valor por ação, como exposto na tabela 28.

**Tabela 28: Valor de Mercado e Valor por Ação da Ambev.**

<b>Preço Justo</b>	<b>(Em milhões R\$)</b>
<b>Somatório Valor Presente</b>	64.174,17
<b>Valor Terminal</b>	181.207,72
<b>Dívida (caixa) Líquida</b>	(15.569,50)
<b>Preço Justo</b>	260.823,34
<b>Número de Ações</b>	15.735
<b>Preço por Ação</b>	R\$16,58

Fonte: Elaboração própria.

## 6. RESULTADOS E DISCUSSÃO

De acordo com a análise feita pelo presente estudo, foi possível observar uma subavaliação no preço da ação, visto que seu preço de mercado no fechamento do mercado no dia 17 de novembro de 2020 foi de R\$ 15,46 (INVESTING, 2020), se encontrando em um valor aproximadamente 7% inferior ao seu valor intrínseco de R\$ 16,58, o que indica oportunidade de compra na perspectiva de valorização do preço da ação em um período futuro, vindo a alcançar seu preço justo, caso o cenário proposto pelo estudo se confirme. A tabela 29 expõe os valores referentes ao resultado do modelo.

**Tabela 29: Resultado do Estudo.**

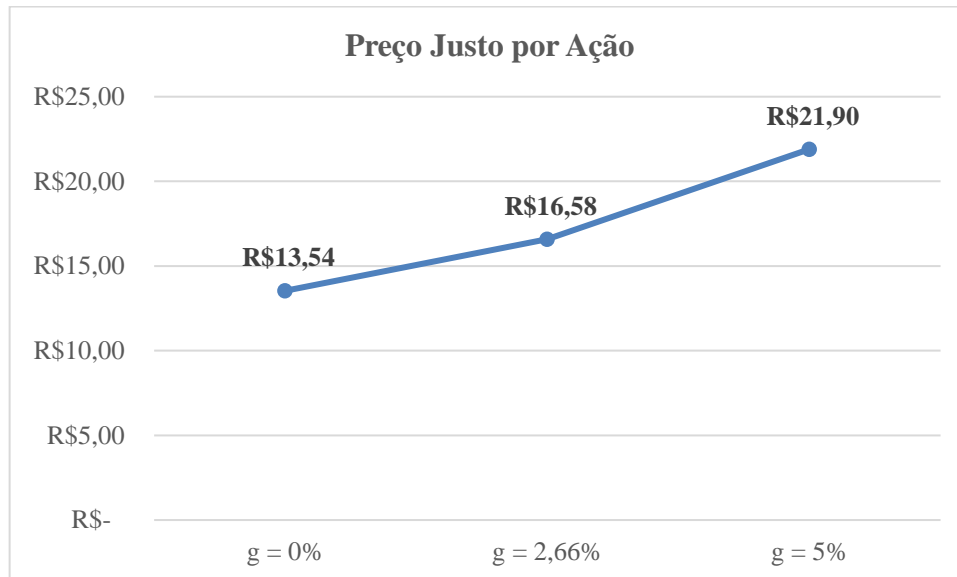
<b>Resultado</b>	
<b>Preço Justo por Ação</b>	R\$ 16,58
<b>Preço de Mercado da Ação</b>	R\$ 15,46
<b>Diferença</b>	R\$ 1,12
<b>Valorização Potencial</b>	7,22%

Fonte: Elaboração própria.

A pequena diferença entre o preço justo e o preço de mercado, corrobora a hipótese de que o preço justo encontrado pelo modelo de fluxo de caixa descontado seria igual a seu preço de mercado, o que neste caso, sugere uma precificação de ações eficiente por parte dos mercados.

A fim de ilustrar a importância da obtenção correta das premissas, foi feita uma simulação do preço justo da Ambev para diferentes taxas de crescimento na perpetuidade (g), tudo mais mantido constante, como exposto pela figura 8.

**Figura 8: Taxa de Crescimento na Perpetuidade e Preço Justo da Ambev.**



Fonte: Elaboração própria.

A partir da simulação exposta, foi possível observar a importância da escolha das variáveis que compõem o cálculo do *Valuation*, visto que ligeiras alterações, como na taxa de crescimento da empresa na perpetuidade, geram grandes alterações no valor intrínseco da companhia e, por consequência, no preço justo por ação. Considerando uma taxa de crescimento nulo para a companhia a partir de 2025, seu preço justo seria de R\$ 13,54, enquanto à uma taxa (g) de 5% ao ano, seu preço seria de R\$ 21,90.

Estudos como os de Andrade (2019) e Simões (2013) obtiveram resultados para o preço justo diferentes do preço de mercado de suas respectivas companhias estudadas, no caso de Andrade, a Petrobras Distribuidora auferiu valorização, condizendo com a expectativa do trabalho, porém não alcançando o preço alvo no ano de 2019, no caso de Simões a Ambev obteve desvalorização no ano de 2013, contrariando a expectativa de estudo. O preço justo encontrado por Souza (2017), para as Lojas Americanas S.A. foi semelhante ao valor de mercado vigente na ocasião do estudo.

## 7. CONCLUSÃO

A determinação do preço justo da companhia auxilia na tomada de decisões, tanto dos investidores, quanto de seus gestores. Previamente à sua realização, o trabalho supunha obter uma estimativa precisa quanto ao valor intrínseco da Ambev S.A por meio do Fluxo de Caixa Livre para a Firma. O trabalho teve como objetivo estabelecer um preço-alvo para ação da companhia para o ano de 2020. Após o cálculo do *Valuation* da companhia, foi encontrado um resultado condizente com o esperado pelo trabalho, visto que o preço-alvo obtido foi de R\$ 16,58, ficando próximo ao preço do mercado de R\$ 15,46.

Considerando a valorização da ação de cerca de 20% entre a divulgação do balanço do terceiro trimestre, em 29 de outubro de 2020, e a data da redação da conclusão do presente estudo, 17 de novembro de 2020, período em que o valor da ação progrediu de R\$ 12,89 para R\$ 15,46, se aproximando do preço justo obtido pelo *Valuation*, foi possível atestar a credibilidade do estudo e do embasamento de suas premissas.

A rápida recuperação da Ambev com relação à crise sanitária, seu crescimento de dois dígitos no mercado de cervejas *premium* em países como Brasil, Argentina e países da América Central, além da ampliação de sua plataforma *e-commerce*, a qual observou forte crescimento do aplicativo *zé delivery* em comparação ao ano de 2019, são algumas das explicações para a variação positiva das expectativas em relação a companhia no terceiro trimestre de 2020, mesmo em meio a um cenário conturbado. A análise permitiu ressaltar os consistentes fundamentos da companhia e sua solidez no mercado de bebidas nacional e mundial.

## 8. REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

AMBEV. **Relação com Investidores**. Disponível em: <<http://ri.ambev.com.br/>>. Acesso em: 29 out. 2020.

AMBEV. **Sobre a Ambev**. Disponível em: <<https://www.ambev.com.br/sobre/nossa-historia/>>. Acesso em: 29 out. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Expectativas de Mercado**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em: 12 nov. 2020.

BARTH-HAAS GROUP. **The Barth Report**. Nuremberg, jul. 2019.

BOUÇAS, C. **Concorrentes avançam sobre a Ambev**. Valor Econômico, 5 fev. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/02/05/concorrentes-avancam-sobre-aambev.ghtml>>. Acesso em: 09 nov. 2020.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 2. ed. New York: Wiley, 2002

DAMODARAN, A. **Valuation: Como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

DE ANDRADE, Henrique Telles. **Avaliação de Empresas: Uma Análise da Petrobras Distribuidora S.A.**, Monografia (Graduação), 36 p. - Curso de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

DE SOUZA, Fernanda de Oliveira Moraes. **Métodos de avaliação de empresas. Case: Lojas Americanas**. Monografia (Graduação), 69 p. - Curso de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

ECONOMATICA. **Desempenho do Ibovespa: 50 anos de história.** Disponível em: <<https://insight.economica.com/desempenho-do-ibovespa-50-anos-de-historia/>>. Acesso em: 17 nov. 2020.

FLANDERS INVESTMENT & TRADE. **The beer sector in Brazil: market survey – overview, list of importers, legislation.** São Paulo, ago. 2020

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira** (12ª ed.). São Paulo: Pearson, 2010.  
INVESTING. **Ambev SA.** Disponível em: <<https://www.investing.com/equities/ambev-pn>>. Acesso em: 17 nov. 2020.

ISTOÉDINHEIRO. **Venda de bebidas alcoólicas cai 52% entre 15 e 31 de março, diz Abrabe.** Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/venda-de-bebidas-alcoolicas-cai-52-entre-15-e-31-de-marco-diz-abrabe-2/>>. Acesso em: 08 out. 2020.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. **Modelos de avaliação de empresas.** Revista da FAE, v. 6, n. 1, 2003.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 2005.

SIMÕES, Marcus Vinicius Medeiros Carneiro. **Análise Fundamentalista: A Ambev.** Monografia (Graduação), 61 p. - Curso de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

SINDICERV. **O Setor em Números.** Disponível em: <<http://www.https://www.sindicerv.com.br/o-setor-em-numeros/>>. Acesso em: 09 nov. 2020.

TESOURO DIRETO. **Preços e taxas.** Disponível em: <<https://www.tesourodireto.com.br/titulos/precos-e-taxas.htm>>. Acesso em: 12 nov. 2020.