

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

Gabriel Alves Reischl

***VALUATION DA AMBEV S.A.***

Porto Alegre

2024

Gabriel Alves Reischl

***VALUATION DA AMBEV S.A.***

Trabalho de conclusão de curso de graduação  
apresentado à Escola de Administração da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial  
para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Dr. Henrique Pinto Ramos

Porto Alegre

2024

# FICHA CATALOGRÁFICA

## CIP - Catalogação na Publicação

Reischl, Gabriel Alves  
Valuation da Ambev S.A. / Gabriel Alves Reischl.  
-- 2024.  
33 f.  
Orientador: Henrique Pinto Ramos.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Escola de  
Administração, Curso de Administração, Porto Alegre,  
BR-RS, 2024.

1. Valuation. 2. Avaliação de Empresas. 3. Fluxo de  
Caixa Descontado. 4. Avaliação Relativa. I. Ramos,  
Henrique Pinto, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

Gabriel Alves Reischl

**VALUATION DA AMBEV S.A.**

Trabalho de conclusão de curso de graduação  
apresentado à Escola de Administração da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial  
para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2024.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Henrique Pinto Ramos

Orientador

Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Nome Completo

Nome da Universidade

---

Prof. Nome Completo

Nome da Universidade

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo encontrar o valor justo da empresa Ambev S.A., utilizando a abordagem intrínseca e a relativa. Para obter o valor intrínseco da empresa, empregou-se o método do Fluxo de Caixa Descontado, a partir da coleta e análise de seus dados históricos, a fim de projetar os fluxos de caixa futuros descontados a valor presente. O valor relativo foi obtido utilizando método dos múltiplos de empresas abertas, que consiste em avaliar uma companhia com base na forma de como suas comparáveis estão sendo precificadas. Após aplicação de ambos os métodos, o resultado encontrado para o valor justo da ação foi de R\$ 14,31 e, considerando o preço negociado de R\$ 14,52, a empresa se encontra sobrevalorizada pelo mercado.

**Palavras-chave:** *Valuation*. Avaliação de Empresas. Fluxo de Caixa Descontado. Avaliação Relativa.

## **ABSTRACT**

The present study aims to determine the fair value of Ambev S.A., using both intrinsic and relative approaches. To ascertain the intrinsic value of the company, the Discounted Cash Flow (DCF) method was employed, involving the collection and analysis of its historical data to project future cash flows discounted to present value. The relative value was determined using the multiples method, which involves evaluating a company based on how its comparables are priced. After applying both methods, the result for the fair value of the stock was R\$ 14.31, and considering the traded price of R\$ 14.52, the company is deemed overvalued by the market.

**Key words:** Valuation. Business Valuation. Discounted Cash Flow. Relative Valuation.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Relação entre Índice de Cobertura de Juros e spread.....	26
---	----

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Demonstração do Resultado do Exercício (2018-2022).....	22
Tabela 2 – Histórico de Depreciação e Amortização e Capex (2018-2022).....	23
Tabela 3 – Prazo Médio de Recebimento, de Pagamento e de Estoque.....	24
Tabela 4 – Projeção do Fluxos de Caixa Descontado.....	27
Tabela 5 – Dívida Líquida em 31/12/2022.....	28
Tabela 6 – Valor Justo da Ação.....	28
Tabela 7 – Empresas Comparáveis.....	28
Tabela 8 – Valor Justo pelo Método de Múltiplos.....	29
Tabela 9 – Análise de Sensibilidade.....	30



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP	Balanço Patrimonial
CAGR	Taxa de Crescimento Anual Composta
CAPM	Modelo de Precificação de Ativos Financeiros
DFC	Demonstração de Fluxo de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
ERP	Risco de Mercado
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCLA	Fluxo de Caixa Livre do Acionista
FCLE	Fluxo de Caixa Livre da Empresa
ICJ	Cobertura de Juros
Kd	Custo de Capital de Terceiros
Ke	Custo de Capital Próprio
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional-B
P/L	Múltiplo Preço/Lucro
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Prazo Médio de Estoque
PMP	Prazo Médio de Pagamento
PMR	Prazo Médio de Recebimentos
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>DEFINIÇÃO DO PROBLEMA</b> .....	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>JUSTIFICATIVA</b> .....	<b>12</b>
<b>3</b>	<b>REVISÃO TEÓRICA</b> .....	<b>13</b>
3.1	<i>VALUATION</i> E ABORDAGENS .....	13
3.2	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD) .....	13
<b>3.2.1</b>	<b>Fluxo de caixa livre para a empresa e para o acionista</b> .....	<b>14</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Projeção dos fluxos de caixa</b> .....	<b>15</b>
<b>3.2.3</b>	<b>Custo de capital</b> .....	<b>16</b>
3.3	MÚLTIPLOS DE EMPRESAS ABERTAS .....	17
<b>4</b>	<b>OBJETIVOS</b> .....	<b>19</b>
4.1	OBJETIVO GERAL .....	19
4.2	Objetivos específicos .....	19
<b>5</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>20</b>
<b>6</b>	<b><i>VALUATION</i> DA EMPRESA</b> .....	<b>22</b>
6.1	<i>VALUATION</i> POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	22
<b>6.1.1</b>	<b>Projeção do fluxo de caixa</b> .....	<b>23</b>
<b>6.1.2</b>	<b>Taxa de Desconto</b> .....	<b>24</b>
6.2	<i>VALUATION</i> POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS ABERTAS .....	28
6.3	ANÁLISE DO RESULTADO E SENSIBILIDADE .....	29
<b>7</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>31</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>32</b>

## 1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O investimento em renda variável vem ganhando espaço no Brasil. Segundo relatório da B3, a Bolsa de Valores de São Paulo, o número de investidores pessoas físicas cadastradas na Bolsa no primeiro trimestre de 2023 chegou à 5,3 milhões – um crescimento de 23% comparado ao primeiro trimestre de 2022 (Perfil [...], 2023). Como o retorno das ações – consideradas como renda variável – são instáveis, uma maior atenção deve ser tomada.

“Um bom investimento é identificado quando o valor é maior que o preço. Nenhum investidor deve pagar por um ativo mais que o seu valor econômico.” (Assaf Neto, 2021, p. 5). A partir da técnica de *valuation*, pode-se calcular o valor justo de um ativo e tomar decisões de investimento, comparando o resultado com o preço negociado desse ativo. De acordo com Póvoa (2021), *valuation* é a técnica que busca “reduzir a subjetividade” de algo naturalmente subjetivo – o valor justo de um ativo. Se entende por valor justo, conceituado por Póvoa (2021), como o retorno futuro gerado pelo ativo em valores atuais. Segundo Damodaran (2012), existem diversos modelos de avaliar um ativo, mas há apenas duas abordagens: intrínseca e relativa. Quanto aos métodos mais comuns para essas abordagens, temos o Fluxo de Caixa Descontado para a intrínseca e avaliação por múltiplos para a relativa.

Conforme Damodaran (2012, p. 4): “O valor intrínseco de uma empresa reflete seus fundamentos. Estimativas de geração de caixa, crescimento e risco, tudo está embutido nesse valor”. Para encontrar o valor intrínseco do ativo, utiliza-se o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) que, de acordo com Póvoa (2021), consiste na projeção dos fluxos de caixa futuros trazidos à valor presente por uma taxa de desconto. Assaf Neto (2021) afirma que o FCD é a metodologia mais aplicada para a realização de avaliação de empresas, frequentemente usada para analisar projetos de investimento, avaliação de empresas em casos de fusões e aquisições e avaliação de ações.

A abordagem relativa parte da ideia de que “[...] no mercado de ações, presume-se que as empresas comparáveis tenham múltiplos similares” (Ross *et al.*, 2015, p. 296). Um dos métodos mais comuns é a utilização de múltiplos de empresas abertas, que de acordo com Damodaran (2012), possibilita padronizar o valor de mercado de uma empresa a partir do valor contábil, lucro por ação, entre outros indicadores. O método dos múltiplos tem grande popularidade, o que pode ser atribuído, segundo Assaf Neto (2021), pelo alto nível de simplicidade, por ter resultados intuitivos e poder ser realizado com rapidez.

A proposta do método intrínseco é encontrar o valor justo do ativo baseado em suas variáveis internas: a partir de seus resultados financeiros históricos, realizar a projeção desses

e os trazer a valor presente, por uma taxa que simboliza o risco do ativo; já o método relativo procura encontrar o valor justo do ativo baseado em seus pares, resultando em um valor que, segundo Damodaran (2012), pode ser mais realista em relação às estimativas do mercado. Quanto à utilização dos métodos, entende-se que não há necessidade de utilizar apenas um, sendo muito comum a utilização tanto da abordagem intrínseca quanto a relativa em conjunto para chegar em uma faixa de valor. Berk e Demarzo (2008, p. 293) conceituam:

No fim das contas, nenhuma técnica individual fornece uma resposta final ao problema do verdadeiro valor das ações. Todas as abordagens exigem suposições ou previsões que são incertas demais para fornecer uma avaliação definitiva do valor da empresa. A maioria dos profissionais utiliza, na vida real, uma combinação dessas abordagens e ganha confiança se os resultados forem consistentes entre uma variedade de métodos.

O presente trabalho propõe encontrar o valor justo para as ações da Ambev S.A. (ABEV3) e compará-lo com preço negociado na Bovespa. Criada em 1999, a Ambev S.A. é uma empresa brasileira de fabricação de bebidas sediada em São Paulo (SP), constituída a partir da fusão da Companhia Antártica Paulista e Companhia de Cervejaria Brahma. A empresa é listada tanto na Bovespa quanto na *New York Stock Exchange* (NYSE) sob o *ticker* ABEV.

A partir disso, visando chegar em um resultado que englobe diferentes premissas, o presente trabalho utilizará os métodos de *valuation* por múltiplos de empresas abertas e fluxo de caixa descontado e os aplicando à empresa escolhida, o trabalho se propõe a responder a seguinte questão: qual é o valor justo da empresa Ambev S.A.?

## 2 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho se propõe a encontrar o valor justo da empresa Ambev a partir da avaliação por Fluxo de Caixa Descontado e por múltiplos de empresas abertas. O resultado da análise possibilita investidores a realizarem estratégias de investimento apropriadas, a partir da comparação do valor encontrado com o valor de mercado da empresa. No evento da empresa receber uma proposta de fusão ou aquisição, os acionistas da empresa podem a partir do resultado obtido analisar a qualidade do valor de aquisição proposto.

O trabalho também busca contribuir para o aprendizado em finanças, trazendo de uma forma inteligível a estudantes que têm interesse na área como um *valuation* utilizando os métodos de Fluxo de Caixa Descontado e de múltiplos de empresas abertas é performedo, explicando a metodologia e o desenvolvimento de cada um dos métodos e como utilizá-los em conjunto. Visando isso, o trabalho será publicado em plataformas virtuais as quais esses estudantes têm acesso. Além dos motivos citados, o autor do trabalho atua no setor financeiro e com a sua realização irá desenvolver seu interesse em finanças corporativas.

### 3 REVISÃO TEÓRICA

A revisão de literatura deste projeto será feita com base nos assuntos que seguem.

#### 3.1 VALUATION E ABORDAGENS

O *valuation* é uma técnica de análise de ativos que busca encontrar o seu valor justo. Para obter o valor justo, são utilizadas duas abordagens. A abordagem intrínseca considera que o valor de um ativo consiste na capacidade futura de gerar fluxos de caixa, descontados a valor presente. O método mais comum para encontrar o valor intrínseco de um ativo é o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). A abordagem relativa avalia um ativo com base no valor de outros considerados como comparáveis, padronizando os valores de diferentes ativos a partir de um múltiplo que, no caso da avaliação de empresas, são utilizados Múltiplos de Empresas Abertas para encontrar o valor justo.

Conforme Assaf Neto (2021, p. 306), “O Valor de Mercado e o Valor Justo podem divergir, surgindo as oportunidades atraentes aos investidores de compra e venda de ativos no mercado”. O Valor de Mercado do ativo, conforme o autor, consiste no seu valor em determinado momento, formado pela oferta e demanda por ele. Dessa forma, o *valuation* possibilita que investidores encontrem ativos que estejam baratos, em que o seu valor é maior que seu preço. Damodaran (2012) cita outras utilizações do *valuation* de empresas, como estabelecer o preço da ação de uma companhia que irá abrir seu capital e determinar o valor a ser pago por uma empresa em processos de fusão e aquisição.

#### 3.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

O Fluxo de Caixa Descontado é um método de *valuation* que busca a partir da soma dos fluxos de caixa projetados, descontados para o valor presente por uma taxa que reflete o risco da empresa, encontrar o valor justo do ativo. Póvoa (2021) separa a execução do método em três etapas: a projeção dos fluxos de caixa para os próximos anos e para a perpetuidade; definição de taxas de crescimento da geração de caixa; e a definição da taxa de desconto que melhor reflete os riscos envolvidos.

Em se tratando de avaliação de empresas, Assaf Neto (2021) afirma que há duas possibilidades de cálculo: o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), que considera o caixa disponibilizado tanto para os credores quanto para os acionistas; e o Fluxo de Caixa Livre do

Acionista (FCLA), que é o caixa distribuído apenas aos acionistas, depois do pagamento de despesas com capital de terceiros. A soma dos Fluxos de Caixa Livres da Empresa, descontados pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) retorna o Valor da Empresa (*Enterprise Value*).

$$Valor da Empresa = \sum \frac{FCLE_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

O cálculo do FCLE, segundo Assaf Neto (2021), é a forma mais utilizada, por não haver necessidade de projeção de financiamentos, recompras de ações ou emissão de dividendos. Dessa forma, tem-se uma visão mais completa já que o resultado não é impactado pela alavancagem da empresa, o que acontece no FCLA.

O Valor do Patrimônio Líquido, por sua vez, é encontrado pela soma dos Fluxo de Caixa Livres do Acionista descontados pelo Custo de Capital Próprio ( $K_e$ ), que representa a taxa exigida pelos acionistas da empresa.

$$Valor do Patrimônio Líquido = \sum \frac{FCLA_t}{(1+K_e)^t} \quad (2)$$

### 3.2.1 Fluxo de caixa livre para a empresa e para o acionista

O Fluxo de Caixa Livre para a Empresa, de acordo com Assaf Neto (2021, p. 176), “é o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas (proprietários de capital)”. O cálculo inicia a partir do lucro operacional da empresa (EBIT) após impostos, já que é “o ponto em que os credores ainda não foram pagos”, conforme Póvoa (2021, p. 156).

$$FCLE = EBIT \times (1 - Tc) + D\&A - Capex - \Delta Capital de Giro \quad (3)$$

Onde:

$Tc$  = alíquota de imposto de renda da empresa

$D\&A$  = Depreciação e Amortização

$Capex$  = Despesas com Capital

O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista considera o valor de caixa restante para remuneração dos acionistas, a partir do pagamento de dividendos a eles.

$$FCLA = Lucro Líquido + D\&A - Capex - \Delta Capital de Giro + Novas Dívidas - Amortização de Dívidas \quad (4)$$

### 3.2.2 Projeção dos fluxos de caixa

Os fluxos de caixa projetados no método FCD podem ser divididos em dois períodos: o período explícito e a perpetuidade. O período explícito, segundo Assaf Neto (2021), engloba um horizonte de tempo que é possível projetar sem muitas dificuldades as premissas relevantes para a empresa, costumando cobrir entre 5 e 10 anos. Os fluxos de caixa de uma empresa devem continuar por tempo indeterminado, já que é incomum que uma empresa tenha uma data de dissolução marcada, conforme Assaf Neto (2020). O período da perpetuidade ocorre logo após o último ano do período explícito e consiste no valor dos fluxos de caixa que ocorrerão por tempo indeterminado, conhecido como Valor Residual ou Valor Contínuo e pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$Valor\ Residual = \frac{FC_n \times (1+g)}{k-g} \quad (5)$$

Sendo:

$FC_n$  = Fluxo de caixa do último ano do período explícito

$k$  = taxa de desconto

$g$  = taxa de crescimento constante

A taxa de crescimento constante ( $g$ ) não deve exceder a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de economia, uma vez que, conforme Assaf Neto (2021), é consideravelmente difícil uma empresa ter um crescimento acima da economia no longo prazo. O Valor Residual, assim como os fluxos de caixa do período contínuo, deve ser trazido a valor presente para estimar o Valor Presente da Empresa ou do Patrimônio Líquido, conforme o fluxo de caixa escolhido para a análise.



### 3.2.3 Custo de capital

Para trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente, é necessário descontá-los utilizando uma taxa que reflete, de acordo com Assaf Neto (2021, p. 95) “a taxa mínima de atratividade dos proprietários de capital”. O Fluxo de Caixa Livre para o Acionista é descontado pelo Custo de Capital Próprio ( $K_e$ ) que mede a remuneração mínima exigida pelos investidores. A forma mais usada para se obter o custo de capital próprio é utilizando o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) determinado pela seguinte equação:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (6)$$

Onde:

$K_e$  = custo de capital próprio

$R_f$  = taxa livre de risco

$R_m$  = retorno da carteira do mercado

$R_m - R_f$  = prêmio pelo risco de mercado

$B$  = Beta

O retorno do mercado ( $R_m$ ) pode ser encontrado analisando a remuneração histórica de um índice de bolsa, já para a taxa livre de risco ( $R_f$ ) pode ser usado títulos públicos federais. No caso da avaliação de empresas brasileiras, são utilizados o índice Bovespa e o Título do Tesouro Nacional, respectivamente. No caso da taxa livre de risco, Póvoa (2021) recomenda a Nota do Tesouro Nacional-B (NTN-B) tradicional.

O Beta mede a relação entre o risco da empresa ao risco que afeta todo o mercado, conhecido como risco sistemático. Para empresas abertas, o beta pode ser calculado conforme a seguinte equação:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} \quad (7)$$

O Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) é usado para descontar o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa já que ele, segundo Berk e Demarzo (2008), consiste no risco geral da empresa, considerando tanto o retorno exigido pelos acionistas quanto pelos credores.

$$WACC = Ke \times \frac{E}{E+D} + Kd \times (1 - Tc) \times \frac{D}{E+D} \quad (8)$$

Onde:

Ke = custo de capital próprio

Kd = custo de capital de terceiros antes dos impostos

E = valor de Mercado da empresa

D = valor da dívida da empresa

E/E+D = percentual do valor de mercado da empresa na estrutura de capital

D/E+D = percentual do valor da dívida na estrutura de capital

Tc = alíquota de imposto de renda da empresa

O custo de capital de terceiros (Kd), também conhecido como o custo da dívida, consiste no custo incorrido por uma empresa para a captação de empréstimos e financiamentos, conforme Assaf Neto (2021). O autor também sugere que o cálculo do custo da dívida para empresas em países emergentes seja:

$$Kd = R_f + Spread_{Empresa} + Spread_{País} \quad (9)$$

O *spread* de risco da empresa é definido por agências de *ratings* e demonstra a probabilidade da empresa cumprir com os pagamentos devidos aos seus credores. Essas agências analisam a capacidade dos devedores – as companhias – de honrar suas dívidas e aplicam uma classificação quanto ao risco de inadimplência e um prêmio a ser exigido pelo risco – o *spread*. O *Spread* do país ou Risco País é obtido, assim como o risco da empresa, a partir de uma classificação com um *spread* correspondente a ela, considerando o país como um todo.

### 3.3 MÚLTIPLOS DE EMPRESAS ABERTAS

O *valuation* por múltiplos de empresas abertas consiste na determinação do valor de uma empresa baseado em como o mercado está precificando empresas semelhantes. Os múltiplos servem para padronizar os valores de mercado das empresas comparáveis a um indicador da empresa, podendo ser receita, lucro, o valor contábil do patrimônio líquido entre outras formas. O múltiplo Preço/Lucro (P/L) é o mais comum de ser utilizado e consiste no

valor de mercado da empresa dividido pelo lucro líquido dela. Berk e DeMarzo (2008) comentam que empresas que possuem expectativas de alto crescimento possuem um múltiplo Preço/Lucro maior.

$$\text{Índice P/L} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Lucro Líquido}} \quad (10)$$

O Valor de Mercado da empresa é calculado pelo produto do número de ações da empresa pelo seu respectivo preço.

Também são comuns os múltiplos de Valor de Empresa, como o EV/EBITDA. Segundo Ross *et al.* (2015), a vantagem desse múltiplo é que ele desconsidera as diferentes alavancagens das empresas no cálculo.

$$\text{Índice EV/EBITDA} = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{EBITDA}} \quad (11)$$

Onde:

Valor da Empresa = Valor de Mercado + Dívida – Caixa

Conceitualmente, o Valor da Empresa é explicado por Berk e Demarzo (2008, p. 286) como “[...] o valor total da empresa para todos os investidores – incluindo tanto os acionistas quanto os titulares de dívida”.

Assaf Neto (2021) afirma que é comum a utilização de múltiplos específicos de setor, como por exemplo Valor de Empresa por assinante na indústria de TV a cabo, ou Valor de Mercado por visualizações de página na indústria de sites. O mais importante na utilização de múltiplos é manter a consistência entre o numerador e o denominador, conforme Damodaran (2012). Em termos práticos: se atribui ao Valor da Empresa componentes que antecedem o pagamento de despesas financeiras (Receita Líquida, EBITDA e EBIT), já ao Valor de Mercado se atribui os valores após o pagamento de despesas financeiras (Lucro Líquido). O autor ainda acrescenta que outra consideração a ser levada é a utilização do valor da mediana dos múltiplos das empresas comparáveis, já que a média pode ser distorcida por múltiplos excepcionalmente altos.

## 4 OBJETIVOS

Nesta seção são apresentados o objetivo geral, bem como os específicos deste projeto.

### 4.1 OBJETIVO GERAL

Buscando responder à pergunta do trabalho, foi estabelecido como objetivo geral estimar o valor justo da empresa Ambev S.A. (ABEV3), listada na Bovespa, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado e o método de Múltiplos de Empresas Abertas.

### 4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para que o Objetivo Geral do trabalho seja respondido, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Analisar os resultados financeiros históricos da empresa;
- b) Realizar a projeção dos fluxos de caixa da empresa;
- c) Determinar o valor justo da empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado;
- d) Determinar o valor justo da empresa pelo método de Múltiplos de Empresas Abertas;
- e) Comparar o valor encontrado com o valor de mercado da empresa.

## 5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Visando alcançar os objetivos do presente trabalho, será feita a coleta das principais demonstrações financeiras anuais da empresa de 2018 até 2022: Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC). Além disso, dados macroeconômicos como a expectativa de inflação do Brasil, a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado e o beta da empresa serão necessários para a realização do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Para a execução da avaliação por múltiplos de empresas, será feita uma pesquisa por companhias que sejam classificadas como “fabricantes de cerveja”. Uma vez que a Ambev é a única empresa brasileira que possui essa classificação industrial, a pesquisa por comparáveis será feita na plataforma de dados financeiros S&P Capital IQ, utilizando a ferramenta de *quick comps* que seleciona automaticamente empresas comparáveis, seguido de uma filtragem qualitativa de companhias mais semelhantes à Ambev. Serão necessários valores anuais de Receita Líquida, EBITDA e EBIT de 2022 das empresas comparáveis, além do valor de mercado do patrimônio líquido e da dívida líquida para se obter o Valor de Empresa e então calcular os múltiplos EV/Receita Líquida, EV/EBITDA e EV/EBIT.

Por se tratar de uma empresa listada em bolsa, as demonstrações financeiras da organização analisada serão coletadas acessando seu website “Relação com Investidores”, já os valores das empresas comparáveis serão extraídos utilizando a plataforma S&P Capital IQ. Os valores do prêmio de risco de mercado, prêmio de risco país e o *spread* do país serão coletados da base de dados do *Aswath Damodaran*. O valor do beta será encontrado utilizando os dados históricos dos retornos mensais da companhia e da Bovespa consultando o *Yahoo Finance*. Para estabelecer a taxa de crescimento da perpetuidade, será utilizada a projeção do crescimento da inflação do Brasil, cujo valor pode ser encontrado no site do Banco Central. A taxa livre de risco utilizada será o tesouro nacional pós-fixado, corrigido pela inflação projetada e seu valor será consultado no site do Tesouro Direto.

As informações coletadas, tanto para a avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, quanto por múltiplos de empresas abertas, serão organizadas em uma planilha eletrônica. A utilização dessa ferramenta é essencial, uma vez que ela possibilita a automatização de cálculos matemáticos, além de possuir fórmulas que simplificam eles. Os valores históricos do DRE, BP e DFC auxiliarão na projeção dos Fluxos de Caixa Livres para a Empresa (FCLE) para os anos de 2023 a 2027 e a perpetuidade, que começará imediatamente após o último ano. Após isso, o cálculo do custo médio ponderado de capital será feito, visando

trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente e, após somá-los, subtrair o resultado pela dívida líquida e dividir pelo número de ações, para chegar enfim no valor justo da ação pelo método do FCD. O cálculo do valor justo da empresa pelo método de múltiplos utilizará o Valor de Empresa, a receita líquida, o EBITDA e o EBIT anual de 2022 das empresas comparáveis, buscando encontrar o valor mediano dos múltiplos de EV/Receita, EV/EBITDA e EV/EBIT da amostra. Encontrado o Valor de Empresa, este valor será subtraído pela dívida líquida e dividido pelo número de ações, para obter o valor justo da ação pela abordagem relativa.

O valor justo final da Ambev será determinado pela média entre o valor justo encontrado pelo método do FCD e o valor justo pelo método de múltiplos. A partir desse valor, será analisado se a empresa está superavaliada ou não, comparando-o com o valor de mercado da ação na data escolhida da avaliação. Os valores diários da ação da empresa, assim como o número total de ações dela, podem ser coletados no site Yahoo Finance.<sup>1</sup>

A fim de contribuir para o desenvolvimento do presente trabalho, foram utilizadas produções acadêmicas envolvendo avaliação de empresas. As obras de Grazioli (2021), Prado (2018), Christmann (2019), Lopes (2022) e Brack (2023) foram escolhidas, uma vez que, assim como o presente trabalho, têm como foco a avaliação de uma empresa listada em bolsa, pelo método de Fluxo de Caixa Descontado e/ou pelo método de avaliação por múltiplos. Os trabalhos auxiliaram na estimativa de horizonte de tempo para a projeção, cálculo do custo de capital e fonte das informações necessárias.

A escolha pela Ambev como empresa para o trabalho se deu pelos seus resultados positivos, facilidade de acesso a informações por ser uma empresa listada e possuir site de relações com investidores, além de ser uma das companhias mais relevantes na bolsa brasileira. Optou-se por usar os métodos de FCD e múltiplos, dentre os motivos, por serem os mais populares tanto no âmbito acadêmico quanto no profissional, além de possuírem grande base teórica.

---

<sup>1</sup> Valores consultados em 24/06/23.

## 6 VALUATION DA EMPRESA

As próximas seções consistem na obtenção do valor justo por FCD, Múltiplos, análise do resultado e de sensibilidade.

### 6.1 VALUATION POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O *valuation* por Fluxo de Caixa Descontado será feito utilizando os valores anuais históricos de Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) da empresa entre os anos de 2018-2022, tendo como data base 31/12/2022. O horizonte do período explícito será de 5 anos, assim projetando o fluxo de caixa para os anos de 2023-2027, com o período da perpetuidade se iniciando imediatamente depois.

A Tabela 1 traz o DRE anual da empresa de 2018 a 2022, cujos valores serão usados para as projeções de receita líquida, lucro operacional, despesas operacionais, entre outros. A receita líquida da companhia teve um crescimento de 58,7% em cinco anos, tendo um aumento substancial de 24,8% entre 2020 e 2021. Apesar do crescimento, a margem bruta diminuiu de 61,7% para 49,3% no mesmo período, assim como a margem líquida, a qual caiu de 22,6% para 18,7%.

Tabela 1 – Demonstração do Resultado do Exercício (2018-2022)

<i>R\$ milhões</i>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>50.231,3</b>	<b>52.005,1</b>	<b>58.379,0</b>	<b>72.854,3</b>	<b>79.708,8</b>
CPV	(19.249,4)	(21.678,2)	(27.066,1)	(35.659,7)	(40.422,1)
<b>Lucro bruto</b>	<b>30.981,9</b>	<b>30.921,6</b>	<b>31.312,9</b>	<b>37.194,6</b>	<b>39.286,8</b>
<b>SG&amp;A total</b>	<b>(14.692,0)</b>	<b>(15.327,5)</b>	<b>(17.568,1)</b>	<b>(21.845,6)</b>	<b>(23.969,4)</b>
Despesas logísticas	(6.607,2)	(6.951,4)	(8.245,0)	(9.932,7)	(11.395,3)
Despesas comerciais	(5.721,3)	(5.696,1)	(6.374,6)	(7.035,5)	(7.337,4)
Despesas administrativas	(2.363,5)	(2.680,0)	(2.948,5)	(4.877,4)	(5.236,8)
<b>Outras receitas/(despesas) operacion:</b>	<b>947,3</b>	<b>1.472,7</b>	<b>2.679,4</b>	<b>2.124,1</b>	<b>2.513,9</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>17.237,3</b>	<b>16.472,1</b>	<b>16.424,2</b>	<b>17.473,0</b>	<b>17.831,2</b>
Itens não usuais antes do EBITDA	(86,4)	(397,2)	(452,0)	(392,8)	(143,3)
Participação em empreendimentos	1,0	(22,3)	(43,3)	(115,7)	(29,1)
Resultado financeiro	(4.030,3)	(3.109,6)	(2.434,4)	(3.205,4)	(3.423,2)
<b>LAIR</b>	<b>13.121,6</b>	<b>12.943,0</b>	<b>13.494,4</b>	<b>13.759,2</b>	<b>14.235,7</b>
Imposto de renda	(1.773,9)	(754,7)	(1.762,5)	(636,6)	655,6
<b>Lucro líquido</b>	<b>11.347,7</b>	<b>12.188,3</b>	<b>11.731,9</b>	<b>13.122,6</b>	<b>14.891,3</b>

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

A Tabela 2 traz o histórico de despesas com depreciação e amortização, além do histórico de despesas com capital (Capex), entre os anos de 2018 e 2022. Assim como a receita líquida, o Capex teve seu maior crescimento em relação ao anterior entre 2020 e 2021 – um aumento de 264%. Os valores de depreciação e amortização, por outro lado, mantiveram em um nível estável.

Tabela 2 – Histórico de Depreciação e Amortização e Capex (2018-2022)

R\$ milhões	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciação e Amortização	4.448,4	4.675,2	5.167,4	5.396,7	5.956,3
CAPEX	3.571,0	5.069,4	4.692,7	7.677,1	6.533,1

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

### 6.1.1 Projeção do fluxo de caixa

A projeção da receita líquida foi feita a partir da Taxa de Crescimento Anual Composta (CAGR) histórica entre 2018 e 2022, cujo valor foi de 12,24%. Para a projeção de Custo da Mercadoria Vendida, Despesas Operacionais e Outras Receitas/Despesas Operacionais, foram utilizadas a média histórica dos últimos cinco anos em relação à receita líquida, totalizando 45,21%, 29,77% e 3,08%, respectivamente.

As despesas de impostos foram projetadas pela média histórica dos anos 2018-2022 da razão entre os impostos pagos e o Lucro Operacional da empresa, chegando no valor de 5,11%. A projeção de depreciação e amortização, assim como a de Capex, foi feita atribuindo a média histórica de 2018 a 2022 das respectivas contas em relação à receita líquida, sendo 8,3% para a depreciação e amortização e 8,7% para o Capex.

Para projetar a variação de capital de giro, foram necessários os dados sobre Prazo Médio de Recebimentos (PMR), Prazo Médio de Estoque (PME) e Prazo Médio de Pagamento (PMP), obtidos a partir das seguintes fórmulas, conforme Ross *et al.* (2015)<sup>2</sup> :

$$PMR = \frac{\text{Contas a Receber} \times 365}{\text{Receita Líquida}} \quad (12)$$

$$PME = \frac{\text{Estoques} \times 365}{CMV} \quad (13)$$

$$PMP = \frac{\text{Contas a Pagar} \times 365}{CMV} \quad (14)$$

<sup>2</sup> Foram considerados os valores anuais ao invés da média, visando calcular o prazo de 2018 também.



Os prazos utilizados na projeção foram obtidos pela média dos prazos dos anos de 2018 e 2022, conforme calculado na Tabela 3. Apesar da queda com o passar do tempo, a empresa manteve um PMP alto. Somado a valores baixos de PME e PMR, a empresa tem um capital de giro negativo.

Tabela 3 – Prazo Médio de Recebimento, de Pagamento e de Estoque

(R\$ mi)	2018	2019	2020	2021	2022
Contas a Receber	4.879,3	4.495,5	4.303,1	4.791,6	5.349,1
Receita Líquida	50.231,3	52.005,1	58.379,0	72.854,3	79.708,8
<b>PMR</b>	35,5	31,6	26,9	24,0	24,5
				<b>Média</b>	<b>28,5</b>

  

(R\$ mi)	2018	2019	2020	2021	2022
Contas a Pagar	14.050,0	15.069,6	19.339,2	25.077,9	24.328,5
CMV	19.249,4	21.678,2	27.066,1	35.659,7	40.422,1
<b>PMP</b>	266,4	253,7	260,8	256,7	219,7
				<b>Média</b>	<b>251,5</b>

  

(R\$ mi)	2018	2019	2020	2021	2022
Estoque	5.401,8	5.978,6	7.605,9	11.000,3	12.923,0
CMV	19.249,4	21.678,2	27.066,1	35.659,7	40.422,1
<b>PME</b>	102,4	100,7	102,6	112,6	116,7
Capital de Giro				<b>Média</b>	<b>107,0</b>
(Contas a rec. - contas a pagar + estoque)	<b>-3.769,0</b>	<b>-4.595,5</b>	<b>-7.430,2</b>	<b>-9.285,9</b>	<b>-6.056,4</b>

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

A projeção do fluxo de caixa do período da perpetuidade tem como taxa de crescimento  $g$  a expectativa de inflação de longo prazo publicada pelo Boletim Focus<sup>3</sup> em 30/12/2022 de 3,25%, o que significa que a empresa não terá crescimento real no período. Além disso, considerou um Capex na perpetuidade equivalente à depreciação e uma alíquota de imposto de renda de 34% - valor pago por empresas no regime de lucro real.

### 6.1.2 Taxa de Desconto

A taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa projetados a valor presente será o custo médio ponderado de capital da empresa. Para calcular o custo de capital próprio, foi utilizado a fórmula do CAPM. O beta foi obtido através da relação da covariância entre os retornos mensais da empresa com a BOVESPA entre janeiro de 2018 até dezembro de 2022, dividido pela variância dos retornos da BOVESPA do mesmo período, obtendo-se o valor de 0,71.

$$\beta_i = \frac{0,003473}{0,004879} = 0,71 \quad (15)$$

<sup>3</sup> Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/30122022>

Para o prêmio de Risco de Mercado (ERP), foi consultada a base de dados de Aswath Damodaran<sup>4</sup> e empregado o valor referente aos últimos 12 meses de 2022. Uma vez que este valor reflete ao risco do mercado americano, foi acrescido o prêmio país (CRP)<sup>5</sup> do Brasil da mesma base de dados. Os valores das taxas foram, respectivamente, 5,26% e 5,19%.

Para a taxa livre de risco, foi utilizado o valor da NTN-B Principal<sup>6</sup> com maturidade até 2045 na data base da projeção de 6,23%. Uma vez que se trata de um título pós-fixado, utilizou-se a inflação projetada para 2026 pelo Boletim Focus de 3,25% para trazer o valor em termos reais.

O custo de capital próprio foi obtido conforme equação:

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + CRP \quad (16)$$

Substituindo os valores, chega-se no resultado de 18,62%

$$K_e = 9,68\% + 0,71 \times 5,26\% + 5,19\% = 18,62\% \quad (17)$$

O custo de capital de terceiros foi calculado pela soma da taxa livre de risco, o *spread* do país e o *spread* da empresa, conforme a fórmula:

$$K_d = R_f + Spread País + Spread Empresa \quad (18)$$

O *spread* do país foi obtido pela base de dados do Damodaran, onde a taxa para o Brasil era de 3,68%. O *spread* da empresa foi calculado a partir do Índice de Cobertura de Juros (ICJ) da empresa pela equação 19:

$$ICJ = \frac{EBIT}{Despesas Financeiras} \quad (19)$$

O Lucro Operacional da empresa em 2022 foi de R\$ 17.831 milhões e as despesas financeiras totalizaram R\$ 2.328 milhões, gerando um ICJ de 7,66. A partir desse índice, foi consultada a tabela da base de dados do Damodaran<sup>7</sup> que relaciona o ICJ da empresa com um *rating* sintético, a fim de estipular o seu risco de *default*.

<sup>4</sup> Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>5</sup> Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

<sup>6</sup> Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/historico-de-precos-e-taxas.htm>

<sup>7</sup> Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html)

Figura 1 – Relação entre Índice de Cobertura de Juros e *spread*

>	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0.199999	D2/D	20.00%
0.2	0.649999	C2/C	17.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	15.78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	11.57%
1.25	1.499999	B3/B-	7.37%
1.5	1.749999	B2/B	5.26%
1.75	1.999999	B1/B+	4.55%
2	2.249999	Ba2/BB	3.13%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	2.42%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.00%
3	4.249999	A3/A-	1.62%
4.25	5.499999	A2/A	1.42%
5.5	6.499999	A1/A+	1.23%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.85%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.69%

Fonte: Damodaran (2023)

Segundo a Figura 1, um ICJ de 7,66 consiste em uma classificação de risco de crédito de Aa2/AA, que por sua vez resulta em um *spread* de empresa de 0,85%. Somado à taxa livre de risco de 9,68%, o risco país e considerando o benefício fiscal de 34%, chega-se no valor do custo de capital de terceiros de 9,38%.

$$Kd = (9,68\% + 0,85\% + 3,68\%) \times (1 - 34\%) = 9,38\% \quad (20)$$

A estrutura de capital da empresa em 31/12/2022 era formada por 98,3% recursos próprios e 1,7% recursos de terceiros. A companhia na data base possuía 15.742 milhões de ações com valor de tela R\$ 14,52 e a multiplicação desses valores resulta em R\$ 228.570 milhões de capital próprio. Na mesma data, a empresa tinha R\$ 1.057 milhões de dívida de curto prazo e R\$ 2.788 milhões de dívida de longo prazo, totalizando R\$ 3.845 milhões de recursos de terceiros em sua estrutura de capital.

Aplicando os devidos pesos aos valores de custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, obtém-se o custo médio ponderado de capital de 18,47%. Uma vez que a projeção financeira está em termos reais, é necessário expurgar o efeito da inflação para então chegar no WACC real de 14,74%.

$$WACC = 18,62\% \times 98,3\% + 9,38\% \times 1,7\% = 18,47\% \quad (21)$$

$$WACC_{Real} = \frac{(1+18,47\%)}{(1+3,25\%)} - 1 = 14,74\% \quad (22)$$

Descontando os fluxos de caixa projetados para o período explícito e os somando, o valor de empresa de R\$ 229.843,6 milhões é encontrado. A Tabela 4 apresenta os valores projetados para o período explícito de 2023 até 2027, assim como o valor para o período da perpetuidade.

Tabela 4 – Projeção do Fluxos de Caixa Descontado

R\$ milhões	2023	2024	2025	2026	2027	Perpetuidade
<b>Receita líquida</b>	<b>89.462,2</b>	<b>100.408,9</b>	<b>112.695,1</b>	<b>126.484,7</b>	<b>141.961,6</b>	<b>146.575,4</b>
CPV	(40.441,9)	(45.390,4)	(50.944,5)	(57.178,1)	(64.174,5)	(66.260,2)
<b>Lucro bruto</b>	<b>49.020,3</b>	<b>55.018,5</b>	<b>61.750,7</b>	<b>69.306,6</b>	<b>77.787,1</b>	<b>80.315,2</b>
<b>SG&amp;A total</b>	<b>(26.636,7)</b>	<b>(29.896,0)</b>	<b>(33.554,2)</b>	<b>(37.659,9)</b>	<b>(42.268,1)</b>	<b>(43.641,8)</b>
Despesas logísticas	(12.269,5)	(13.770,8)	(15.455,8)	(17.347,0)	(19.469,6)	(20.102,4)
Despesas comerciais	(9.326,3)	(10.467,5)	(11.748,3)	(13.185,9)	(14.799,3)	(15.280,3)
Despesas administrativas	(5.040,9)	(5.657,8)	(6.350,1)	(7.127,1)	(7.999,1)	(8.259,1)
Outras receitas/(despesas) operacionais	2.751,3	3.087,9	3.465,8	3.889,8	4.365,8	4.507,7
<b>Lucro operacional</b>	<b>25.134,8</b>	<b>28.210,4</b>	<b>31.662,3</b>	<b>35.536,5</b>	<b>39.884,8</b>	<b>41.181,1</b>
(-) Imposto de renda	(1.285,4)	(1.442,7)	(1.619,2)	(1.817,4)	(2.039,7)	(14.001,6)
(+) Depreciação	7.439,2	8.349,4	9.371,1	10.517,8	11.804,7	12.188,4
(-) Capex	(7.806,3)	(8.761,5)	(9.833,6)	(11.036,8)	(12.387,3)	(12.188,4)
(-) Δ Capital de Giro	2.970,1	1.104,5	1.239,6	1.391,3	1.561,6	1.612,3
<b>FCFF</b>	<b>26.452,4</b>	<b>27.460,1</b>	<b>30.820,2</b>	<b>34.591,4</b>	<b>38.824,1</b>	<b>250.635,9</b>
Fator de desconto	0,87	0,76	0,66	0,58	0,50	0,50
<b>FCD</b>	<b>23.054,7</b>	<b>20.858,9</b>	<b>20.404,2</b>	<b>19.959,4</b>	<b>19.524,3</b>	<b>126.042,2</b>

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

Subtraindo o valor de empresa pela sua dívida líquida (Tabela 5) e dividindo o resultado pelo número de ações, obtém-se o valor justo de ação da empresa de R\$ 15,33, conforme calculado na Tabela 6 (valores em R\$ milhões, exceto quando indicado o contrário):

Tabela 5 – Dívida Líquida em 31/12/2022

Conta	Valor (R\$ mi)
Empréstimos e financiamentos	983
Conta garantida	74
Emp. e financiamentos (LP)	2.788
<b>Dívida Bruta</b>	<b>3.845</b>
(-) Caixa e equivalentes de caixa	(14.926)
(-) Aplicações financeiras	(454)
<b>Dívida Líquida</b>	<b>(11.536)</b>

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

Tabela 6 – Valor Justo da Ação

<b>EV</b>	<b>229.844</b>
(-) Dívida Líquida	(11.536)
<b>Equity</b>	<b>241.380</b>
Nº ações (mi)	15.742
<b>Valor justo ação (R\$)</b>	<b>15,33</b>

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

## 6.2 VALUATION POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS ABERTAS

O *valuation* por múltiplos da empresa foi feito a partir da análise dos valores de EV/Receita, EV/EBITDA e EV/EBIT de empresas comparáveis. Os dados das companhias escolhidas foram coletados utilizando a plataforma S&P Capital IQ, referentes à data base de 31/12/2022. A Tabela 7 traz as companhias comparáveis e os valores referentes à Ambev – que não foram considerados no cálculo. Nota-se que tanto a Arca Continental e a Embotelladora Andina trabalham com produtos da Coca-Cola, além de outras marcas. A Compañía Cervecerías Unidas, dentre a amostra, tem o mix de produto mais próximo ao mix da Ambev, vendendo desde água à licores. As demais companhias têm como cerveja o produto principal de seu mix, além de outras bebidas com e sem álcool.

Tabela 7 – Empresas Comparáveis

<b>Empresa</b>	<b>Ticker</b>	<b>EV/Receita</b>	<b>EV/EBITDA</b>	<b>EV/EBIT</b>
Arca Continental, S.A.B. de C.V.	BMV:AC	1,4	7,6	9,7
Heineken N.V.	ENXTAM:HEIA	2,2	11,7	16,7
Molson Coors Beverage Company	NYSE:TAP	1,6	10,2	17,0
Compañía Cervecerías Unidas S.A.	SNSE:CCU	1,1	8,6	13,1
Carlsberg A/S	CPSE:CARL B	2,2	11,8	14,8
Embotelladora Andina S.A.	SNSE:ANDINA-B	0,9	5,6	7,3
<b>Mediana</b>		<b>1,5</b>	<b>9,4</b>	<b>13,9</b>
Ambev S.A.	BOVESPA:ABEV3	2,9	9,8	13,0

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

A Tabela 8 (valores em R\$ milhões, exceto quando indicado de outra forma) apresenta o cálculo do valor justo da ação. Os valores na linha múltiplos representam os valores medianos encontrados de EV/Receita, EV/EBITDA e EV/EBIT, respectivamente. Esses foram multiplicados pelas respectivas contas de resultado para assim obter o valor de empresa. Posteriormente, subtraindo cada valor obtido pela dívida líquida e dividindo pelo número de ações, chegou-se em três valores justos de ação: R\$ 8,37 a partir do múltiplo de receita, R\$ 14,95 pelo múltiplo de EBITDA e R\$ 16,51 utilizando o múltiplo de EBIT. A

média aritmética dos valores resulta por fim no valor justo pelo método de múltiplos de R\$ 13,28.

Tabela 8 – Valor Justo pelo Método de Múltiplos

	<b>Receita Líquida</b>	<b>EBITDA</b>	<b>EBIT</b>
Resultado Ambev	79.708,8	23.787,5	17.831,2
(x) Múltiplo (un)	1,51	9,41	13,93
<b>(=) EV</b>	<b>120.195</b>	<b>223.884</b>	<b>248.414</b>
(-) Dívida Líquida	-11.536	-11.536	-11.536
<b>(=) Equity</b>	<b>131.731</b>	<b>235.420</b>	<b>259.950</b>
(÷) N° ações (mi)	15.742	15.742	15.742
<b>(=) VJ ação (R\$)</b>	<b>8,37</b>	<b>14,95</b>	<b>16,51</b>
<b>Média</b>		<b>13,28</b>	

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

### 6.3 ANÁLISE DO RESULTADO E SENSIBILIDADE

A partir da média entre o valor de R\$ 15,33 encontrado pelo Fluxo de Caixa Descontado e o valor de R\$ 13,28 pelo método dos múltiplos, chegou-se no valor justo da ação de R\$ 14,31. Tendo em vista que o valor na data base era de R\$ 14,52, a ação está ligeiramente sobrevalorizada e a recomendação para aqueles que possuem essa ação é de venda. A utilização da abordagem intrínseca acompanhada da abordagem relativa possibilitou chegar em um valor mais perto do valor de mercado, tendo a primeira abordagem encontrado um valor 5,6% maior que o de mercado e a segunda 8,5% menor.

Apesar de ser a metodologia mais completa, o resultado das avaliações que utilizam o Fluxo de Caixa Descontado depende significativamente dos dados e premissas inseridos. Conforme Póvoa (2021), é importante que sejam feitos testes de sensibilidade para encontrar o valor de uma ação, visto que o foco da avaliação não é determinar um único valor exato.

Visando analisar como diferentes variáveis impactam no preço da ação, foi realizada uma análise de sensibilidade utilizando a variação da taxa de crescimento de perpetuidade (g) e o Custo de Capital da Empresa (WACC), conforme Tabela 9. Foram projetados 25 cenários com valores de g e WACC abaixo, acima e igual ao valor utilizado na avaliação da empresa. Nota-se que a maioria dos cenários resultam em um valor de ação acima do valor de mercado da empresa.

Tabela 9 – Análise de Sensibilidade

		g				
		2,25%	2,75%	<b>3,25%</b>	3,75%	4,25%
WACC	12,7%	17,16	17,68	18,26	18,91	19,62
	13,7%	15,78	16,20	16,66	17,17	17,72
	<b>14,7%</b>	14,62	14,96	<b>15,33</b>	15,74	16,18
	15,7%	13,63	13,91	14,22	14,54	14,90
	16,7%	12,77	13,01	13,26	13,53	13,83

Fonte: elaborado pelo autor (2023)

## 7 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou encontrar o valor justo da Ambev S.A. em 31 de dezembro de 2022, utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos de Empresas Abertas. A ação da companhia estava sendo negociada à R\$ 14,52 na data base e, uma vez que o resultado obtido foi de R\$ 14,31, a ação está sobrevalorizada.

O objetivo geral do trabalho de encontrar o valor justo da empresa, assim como os objetivos específicos de analisar e projetar os resultados financeiros da empresa, realizar o *valuation* pelos métodos de FCD e múltiplos e comparar o valor final ao valor de mercado foram cumpridos. A partir do resultado encontrado e da análise feita dos resultados históricos da empresa, profissionais na área de finanças podem utilizar o trabalho como uma base para decisões de investimento na companhia.

Como limitações do trabalho, pode-se citar a ausência da aplicação de outros métodos de *valuation*, como o Modelo de Desconto de Dividendos e Modelo de Precificação de Opções Reais. Dado que as informações financeiras da companhia são públicas, não houve contato com seus funcionários, os quais possibilitariam uma compreensão melhor da operação da empresa e gerar um melhor entendimento sobre quais são as premissas mais relevantes. A utilização de apenas uma empresa para empregar a ferramenta de *valuation* também limita os resultados do presente trabalho.

Em estudos futuros, a aplicação de diferentes métodos de avaliação de empresas pode complementar seus resultados. Também como sugestão, a realização de análise de sensibilidade com mais variáveis pode contribuir para o entendimento dos principais fatores que impactam no valor da empresa.



## REFERÊNCIAS

- AMBEV. **Divulgação de resultados**. [s. l.]: Ambev, 2023. Disponível em: <https://ri.ambev.com.br/relatorios-publicacoes/divulgacao-de-resultados/>. Acesso em: 11 nov. 2023.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2020.
- ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus: relatório de Mercado: relatório de mercado**. Brasília, DF: BC, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/30122022>. Acesso em: 11 jan. 2024.
- BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Grupo A, 2008.
- BRACK, Matheus Todeschini. **O valuation de uma companhia de geração de energia renovável**. 2023. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2023. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/267004>. Acesso em: 17 dez. 2023.
- BRASIL. Tesouro Nacional. **Histórico de Preços e taxas**. Brasília, DF: Tesouro Nacional, 2023. Disponível em: <https://www.tesourodireto.com.br/titulos/historico-de-precos-e-taxas.htm>. Acesso em: 11 jan. 2024.
- CHRISTMANN, Nicolas Harmann. **Valuation: avaliação da empresa gerdau através do método de fluxo de caixa descontado**. 2019. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2019. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/242002>. Acesso em: 26 ago. 2023.
- DAMODARAN, Aswath. Country Default Spreads and Risk Premiums. **Damodaran online**, [s. l.], 5 jan. 2024. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html). Acesso em: 11 jan. 2024.
- DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012.
- GRAZIOLI, Enzo Seligman. **Avaliação de uma empresa do setor farmacêutico através do método de fluxo de caixa descontado**. 2021. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2021. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/237846>. Acesso em: 26 ago. 2023.
- LOPES, Gabriel Gross. **Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: o caso de uma empresa nacional no mercado de animais de estimação**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2022. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/255974>. Acesso em: 26 ago. 2023.

MY NAME is Aswath Damodaran. **Damodaran online**, [s. l.], 2024. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 11 jan. 2024.

PERFIL da pessoa física no mercado à vista. **B3**, São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/). Acesso em: 16 maio 2023.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation**: como precificar ações. 3. ed. São Paulo: Grupo GEN, 2021.

PRADO, Marcus Vinicius Lanzini. **Avaliação relativa e por fluxo de caixa descontado da empresa Localiza S.A.** 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2018. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/195006>. Acesso em: 26 ago. 2023.

PREÇOS e dados históricos de ações da Ambev S.A. (ABEV3.SA). **Yahoo Finance**, [s. l.], 2022. Disponível em: <https://br.financas.yahoo.com/quote/ABEV3.SA/history?period1=1514764800&period2=1687219200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>. Acesso em: 24 jun. 2023.

RATINGS, Interest Coverage Ratios and Default Spread. **Damodaran online**, [s. l.], 2023. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html). Acesso em: 11 nov. 2023.

ROSS, S. A. *et al.* **Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

VALOR de mercado das empresas listadas. **B3**, São Paulo, 2023. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/). Acesso em: 16 maio 2023.