Ambev

BTG Pactual Equity Research
Alimentos & Bebidas

29 de outubro de 2026

Resultados 3T26

A precificação não veio como esperávamos; EBITDA ficou 5% abaixo
Após analisarmos os resultados da concorrência, considerando que o terceiro trimestre historicamente concentra grande parte dos reajustes de preços anuais da Ambev e diante de uma tendência favorável de participação de mercado, reconhecemos que esperávamos uma precificação mais forte no Brasil neste trimestre. Combinado ao crescimento igualmente pouco inspirador dos volumes e à consequente ausência de alavancagem operacional, o desempenho de Cerveja Brasil explica integralmente a diferença de 5% entre o EBITDA reportado e a nossa estimativa. Com receita líquida consolidada de R$ 21,6 bilhões, em linha com as nossas estimativas e alta orgânica de 8% a/a, e EBITDA de R$ 7,1 bilhões, 5% abaixo das nossas estimativas e praticamente estável a/a, a margem EBITDA foi de 33%, queda de 110 pontos-base a/a e 180 pontos-base abaixo das nossas estimativas, refletindo a menor rentabilidade no Brasil. Por fim, o LPA normalizado foi de R$ 0,27, alta de 5% a/a e acima das nossas estimativas, impulsionado por despesas financeiras e com imposto de renda menores do que o esperado, parcialmente compensadas pela maior depreciação.

Cerveja Brasil: ressaca da Copa do Mundo?
Os volumes de cerveja da Ambev no Brasil cresceram 0,5% a/a, abaixo da nossa estimativa de 3,3%, do consenso e da indústria, que cresceu aproximadamente 4% a/a, todos diante de uma base de comparação menor. A administração afirmou que está analisando o desempenho combinado do segundo e do terceiro trimestres para obter uma leitura mais precisa dos volumes em razão do efeito da Copa do Mundo. Isso implicaria crescimento de 2,7% para a Ambev, ante 1,3% para a indústria. Consideramos esse desempenho satisfatório. Entretanto, a leitura dos volumes fica mais difícil de interpretar diante do crescimento de 4,8% a/a da receita por hectolitro, consideravelmente abaixo da nossa projeção de 7% e indicando um preço médio praticamente estável t/t.

Valuation	2024	2025	2026E	2027E	2028E
RoIC (EBIT) %	30,9	31,7	35,0	38,4	42,6
EV/EBITDA	5,4	6,6	7,9	7,6	7,1
P/L	12,6	13,8	15,7	15,1	14,0
Dividend Yield %	6,1	8,3	7,1	7,1	7,5
Resumo Financeiro (R$ milhões)	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
Receita	89.453	88.243	90.608	96.262	102.833
EBITDA	28.829	29.802	31.062	32.231	34.591
Lucro Líquido	14.437	15.504	16.563	17.254	18.550
LPA (R$)	0,90	1,00	1,10	1,10	1,20
DPA líquido (R$)	0,70	1,10	1,20	1,20	1,30
(Dívida Líquida)/Caixa	26.385	16.933	15.195	15.195	15.195

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R$ 15,22 em 28 de outubro de 2026.

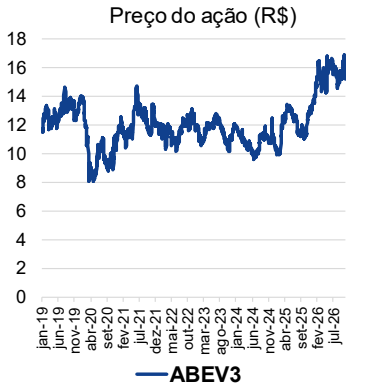
Rating

COMPRA

Sumário	
Ticker	ABEV3
Preço Alvo (R$)	20,0
Preço (R$)	15,2
Listagem	Tradicional
Market Cap. (R$ mn)	234.638,93
Vol. Méd. 12M (R$ mn)	371,43
Atualização Preço-alvo	25/05/2026

Valuation:	2026E	2027E
P/L	15,7x	15,1x
EV/EBITDA	7,9x	7,6x

Performance:	
Outubro (%)	-0,9%
LTM (%)	34,5%



Analistas

Thiago Duarte
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Guilherme Guttilla
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Carrenho
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Esse desempenho, combinado aos custos unitários da cerveja acima do esperado, com alta de 5,4% a/a, e a custos de vendas, gerais e administrativos mais elevados, com aumento de 110 pontos-base a/a como percentual da receita líquida, apesar de uma base de comparação difícil neste caso, explica a queda inesperada de 180 pontos-base da margem EBITDA de Cerveja Brasil, para 33,8%, o menor nível para um terceiro trimestre em três anos. Até mesmo os incentivos fiscais ficaram 100 pontos-base menores como percentual da receita líquida neste trimestre. A ausência de um ganho sequencial efetivo de preços, apesar da continuidade da premiumização do mix, com crescimento superior a 15% a/a das marcas premium e queda de aproximadamente 5% das marcas mainstream, de uma tendência mais favorável de participação de mercado e de uma concorrência mais focada em reajustes de preços, poderá reduzir a velocidade com que esperávamos que a Ambev utilizasse seu portfólio para recuperar o protagonismo na precificação. Além disso, no curto prazo, questionamos se a companhia adotará alguma medida de precificação no quarto trimestre e, em caso positivo, quais poderão ser as implicações para os volumes.

Demais regiões: resultados mistos, com algumas surpresas positivas

Fora de Cerveja Brasil, os resultados foram mistos. A CAC foi o principal destaque positivo, com EBITDA de R$ 1,2 bilhão, quase 10% acima das nossas estimativas. A receita por hectolitro veio forte, ajudando a margem EBITDA a atingir 47,3%, alta de 250 pontos-base a/a e o segundo maior nível trimestral de rentabilidade já registrado. Embora, por vezes, tenhamos dificuldade em projetar precificação, inflação real e conversão cambial na Argentina, a LAS também ficou acima das nossas expectativas, com EBITDA de R$ 1,1 bilhão, 3% acima das nossas estimativas, sustentado pela receita por hectolitro acima do esperado, embora os volumes tenham permanecido pressionados na Argentina. Em Bebidas Não Alcoólicas Brasil, os volumes se recuperaram em 3,6% a/a, acima da nossa projeção de queda de 1,1%, mas os custos e as despesas mais elevados limitaram a rentabilidade, com EBITDA amplamente em linha com a nossa estimativa e praticamente estável a/a. Por fim, o EBITDA no Canadá foi de R$ 808 milhões, 4,5% abaixo da nossa projeção e com queda de 5,8% a/a, impactado pela conversão cambial desfavorável, enquanto os volumes continuam estagnados em uma indústria bastante madura.

Novo programa de recompra de ações de R$ 2,9 bilhões anunciado, equivalente a 4,7% do free float

A Ambev continua apresentando forte geração de fluxo de caixa. Em setembro, a posição líquida de caixa atingiu R$ 19,2 bilhões, o maior nível já registrado em um terceiro trimestre. Portanto, consideramos positivo que a Ambev tenha anunciado um novo programa de recompra de até 190 milhões de ações, equivalente a R$ 2,9 bilhões ao preço atual de mercado, além dos R$ 3,3 bilhões já recomprados no acumulado do ano. Assim como em 2025, esperamos que a Ambev mantenha o payout acima de 100% em 2026 e nos anos seguintes. Apesar das dúvidas levantadas pelos resultados do terceiro trimestre, o programa de recompra representa quase 5% das ações em circulação no free float e, em nossa visão, poderá ao menos oferecer alguma sustentação ao preço da ação.

Recomendação de Compra

Elevamos nossa recomendação para a Ambev para Compra no início do ano, apoiados por nossa visão de que a companhia está recuperando seu poder de precificação, sustentada por um portfólio de marcas vencedor. Embora o terceiro trimestre, isoladamente, não acrescente muito à nossa tese, os resultados acumulados no ano seguiram essa trajetória e preservaram as características que, em nossa visão, a sustentam. Graças ao efeito residual dos reajustes de preços realizados no início do ano, o ROIC antes dos impostos atingiu o maior nível para um terceiro trimestre em 11 anos, confirmando a tendência positiva do valor econômico agregado que enxergamos como um catalisador para o desempenho da ação e para múltiplos premium. O valuation continua sustentado, em 13,7x o P/L estimado para 2027, ainda com desconto em relação à AB InBev. Mantemos nossa recomendação de Compra.

Tabela 1: Resultados do terceiro trimestre de 2026

Income Statement (R$mn)	3Q26	3Q26E	3Q25	2Q26	A / E	YoY	QoQ
Net Revenues	**21,595**	**21,593**	**20,847**	**20,149**	**0.0%**	**3.6%**	**7.2%**
- COGS	(10,588)	(10,251)	(10,120)	(9,700)	3.3%	4.6%	9.2%
= Gross Profit	**11,006**	**11,341**	**10,727**	**10,449**	**-3.0%**	**2.6%**	**5.3%**
- Selling Expenses	(4,662)	(4,684)	(4,480)	(5,033)	-0.5%	4.1%	-7.4%
- General and administrative	(1,446)	(1,417)	(1,355)	(1,332)	2.1%	6.7%	8.6%
+/- Other	549	720	634	719	-23.8%	-13.5%	-23.6%
= EBIT	**5,447**	**5,961**	**5,527**	**4,802**	**-8.6%**	**-1.5%**	**13.4%**
+ Depreciation	1,690	1,574	1,599	1,531	7.4%	5.7%	10.4%
= EBITDA	**7,137**	**7,534**	**7,126**	**6,333**	**-5.3%**	**0.1%**	**12.7%**
(-)Financial Results	(290)	(624)	(1,091)	(475)	-53.6%	-73.5%	-39.0%
+/- Non-Operating	91	0	778	12	n.m	-88.3%	645.1%
= EBT	**5,248**	**5,336**	**5,214**	**4,339**	**-1.6%**	**0.7%**	**21.0%**
Minorities Interest	(121)	(108)	(119)	(88)	12.0%	2.0%	37.8%
- Income Tax	(882)	(1,167)	(350)	(865)	-24.4%	151.9%	2.0%
= Net Earnings	**4,245**	**4,061**	**4,745**	**3,387**	**4.5%**	**-10.5%**	**25.3%**
= Adj. Net Earnings	**4,154**	**4,061**	**3,967**	**3,375**	**2.3%**	**4.7%**	**23.1%**
= EPS	**0.28**	**0.26**	**0.31**	**0.22**	**4.8%**	**-10.5%**	**25.3%**
= Adj. EPS	**0.27**	**0.26**	**0.26**	**0.22**	**2.5%**	**4.7%**	**23.1%**
Gross Margin	51.0%	52.5%	51.5%	51.9%	-1.6p.p	-0.5p.p	-0.9p.p
Operating Margin	25.2%	27.6%	26.5%	23.8%	-2.4p.p	-1.3p.p	1.4p.p
EBITDA Margin	33.0%	34.9%	34.2%	31.4%	-1.8p.p	-1.1p.p	1.6p.p
Net Margin	19.7%	18.8%	22.8%	16.8%	0.9p.p	-3.1p.p	2.8p.p
Adj. Net Margin	19.2%	18.8%	19.0%	16.7%	0.4p.p	0.2p.p	2.5p.p

Operating Highlights	3Q26	3Q26E	3Q25	2Q26	A / E	YoY	QoQ
Volumes ('000 hl)	**42,385**	**42,728**	**42,419**	**39,728**	**-0.8%**	**-0.1%**	**6.7%**
BEER - BRAZIL	21,673	22,268	21,557	21,035	-2.7%	0.5%	3.0%
CSD & NANC - BRAZIL	8,041	7,675	7,760	7,615	4.8%	3.6%	5.6%
CANADA	2,376	2,368	2,400	2,403	0.3%	-1.0%	-1.1%
LAS	7,499	7,597	7,605	6,015	-1.3%	-1.4%	24.7%
CAC	2,796	2,819	3,098	2,659	-0.8%	-9.7%	5.1%
Net Revenues/hl (R$/hl)	**509**	**505**	**491**	**507**	**0.8%**	**3.7%**	**0.5%**
BEER - BRAZIL	468	479	449	465	-2.4%	4.2%	0.5%
CSD & NANC - BRAZIL	275	275	268	271	0.3%	2.6%	1.8%
CANADA	1,111	1,153	1,190	1,146	-3.7%	-6.7%	-3.1%
LAS	538	478	459	536	12.6%	17.3%	0.4%
CAC	918	867	884	871	5.9%	3.8%	5.3%
COGS/hl (R$/hl)	**250**	**240**	**239**	**244**	**4.1%**	**4.7%**	**2.3%**
BEER - BRAZIL	230	227	220	223	1.7%	4.5%	3.2%
CSD & NANC - BRAZIL	153	150	148	143	2.3%	3.3%	7.3%
CANADA	465	471	501	469	-1.4%	-7.2%	-0.9%
LAS	292	245	238	303	18.9%	22.7%	-3.7%
CAC	383	382	390	364	0.4%	-1.7%	5.4%
EBITDA (R$ mn)	**7,137**	**7,534**	**7,126**	**6,333**	**-5.3%**	**0.1%**	**12.7%**
BEER - BRAZIL	3,429	3,924	3,451	3,235	-12.6%	-0.7%	6.0%
CSD & NANC - BRAZIL	602	608	597	608	-0.9%	0.8%	-0.9%
CANADA	808	846	857	875	-4.5%	-5.8%	-7.7%
LAS	1,083	1,050	993	602	3.2%	9.0%	80.0%
CAC	1,214	1,107	1,227	1,014	9.7%	-1.0%	19.8%
EBITDA margin (%)	**33.0%**	**34.9%**	**34.2%**	**31.4%**	**-1.8 p.p.**	**-1.1 p.p.**	**1.6 p.p.**
BEER - BRAZIL	33.8%	36.8%	35.7%	33.0%	-2.9 p.p.	-1.8 p.p.	0.8 p.p.
CSD & NANC - BRAZIL	27.2%	28.8%	28.7%	29.5%	-1.6 p.p.	-1.5 p.p.	-2.3 p.p.
CANADA	30.6%	31.0%	30.0%	31.8%	-0.3 p.p.	0.6 p.p.	-1.2 p.p.
LAS	26.8%	28.9%	28.4%	18.7%	-2.1 p.p.	-1.6 p.p.	8.2 p.p.
CAC	47.3%	45.3%	44.8%	43.7%	2.0 p.p.	2.5 p.p.	3.6 p.p.
EBITDA/hl (R$/hl)	**168**	**176**	**168**	**159**	**-4.5%**	**0.2%**	**5.6%**
BEER - BRAZIL	158	176	160	154	-10.2%	-1.2%	2.9%
CSD & NANC - BRAZIL	75	79	77	80	-5.4%	-2.7%	-6.1%
CANADA	340	357	357	364	-4.8%	-4.8%	-6.6%
LAS	144	138	131	100	4.6%	10.6%	44.4%
CAC	434	393	396	381	10.6%	9.6%	13.9%

Fonte: Dados da companhia e BTG Pactual.

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:
(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculados ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.
Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.
Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:
(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
(iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.
Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.
Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.
Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.
A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.
Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.
Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.
Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.
O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.
Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse: www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx