



Beleggers betalen ruim 11 keer het verwachte bruto bedrijfsresultaat (ebitda) van 2019 voor AB InBev (ondernemingswaarde, dus inclusief de nettoschuld). Door de opgelopen koers sinds de jaarcijfers is de korting ten opzichte van concurrenten als Heineken en Carlsberg een stuk kleiner geworden.

met een half procentje per jaar.

Bij de jaarcijfers kwam Brito met de belofte om meer “evenwicht aan te brengen in de top-line”, oftewel de terugkeer van “duurzame” volumegroei.

### VS BLOK AAN BEEN

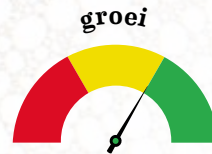
De volumekrimp op groepsniveau kan niet los worden gezien van structurele problemen op AB InBev's grootste afzetmarkt, de Verenigde Staten (bijna 30 procent van de omzet).

De mainstreammerken Budweiser en Bud Light – bij elkaar nog steeds 60 procent van het totaal verkochte volume in de VS – verliezen het van wijn, sterke drank en speciaalbieren. Vooral Bud Light lijkt niet meer op de rails te krijgen. In het laatste decennium hebben vijf reclamebureaus geprobeerd Bud nieuw leven in te blazen, maar het marktaandeel blijft dalen.

Sinds 2008 daalden AB InBev's biervolumes met meer dan 2 procent per jaar en leverde de brouwer bijna 7 procentpunt marktaandeel in (nu rond de 43 procent).

Bij de recente jaarcijferpresentatie drie weken geleden was het glas van topman Brito halfvol en wees hij erop dat het verlies in marktaandeel vorig jaar het laagst was in zeven jaar, onder meer vanwege het succes van het “ultra premium” biertje Michelob Ultra, dat minder calorieën bevat en gericht is op sporters, en innovaties als Bud Light Orange.

Toch lijkt het gezien de enorme blootstelling aan dertien-in-eenzijn-merken, nog een hele kluit



In de periode 2012-2018 bedroeg AB InBev's organische omzetgroei circa 5 procent per jaar. Dit is hoger dan sectorgenoten. De groei werd echter volledig gedragen door prijsverhogingen en veranderingen in de productmix. Volumes stonden onder druk. Topman Brito heeft beterschap beloofd en wil de volumes (weer) laten stijgen. De groei moet uit opkomende markten komen. Als gevolg van de hoge schulden hoeven beleggers voorlopig geen rekening te houden met overnames, het groeirecept in het verleden.

om het verlies in marktaandeel en volume te stabiliseren, laat staan de volumes weer (structureel) te laten groeien.

### BIJNA-MONOPOLIE

De toekomst voor AB InBev ligt in opkomende markten, waar de consumptie groeit. Volgens het jaarverslag haalde de brouwer bijna 60 procent van de verkopen uit deze gebieden.

Door de overname van SAB Miller is AB InBev sinds 2016 de dominante speler in Afrika, met marktaandeel van meer dan 90 procent in zuidelijk Afrika. In Zuid-Amerikaanse landen als Columbia (98 procent), Peru (95 procent) en Ecuador (92 procent) is AB InBev in feite monopolist. Maar ook in Brazilië, de op twee na grootste biermarkt ter wereld, controleert AB InBev bijna 70 procent van de markt.

De dominante positie in deze veelbelovende markten maakt AB InBev ook gevoelig voor lokale turbulentie.

De afgelopen jaren kampte AB InBev met kopwind in landen als Argentinië (hyperinflatie), Zuid-Afrika (hogere belastingen) en Brazilië. Vooral in het laatste land kwam de brouwer in een perfecte storm terecht met tumultueuze verkiezingen, dubbelcijferige werkloosheidspercentages en een historisch laag consumentenvertrouwen. Inmiddels is de Braziliaanse economie aan de beterende hand en is de bierportefeuille aangepast aan de vraag met goedkopere bieren die gebrouwd worden met lokale ingrediënten.

Hoewel de weg ongetwijfeld

OMZETGROEI VOLLEDIG GEDRAGEN DOOR PRIJS- EN MIXEFFECT								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	gemiddelde
Prijs-/mixeffect	6,9%	5,3%	5,3%	6,9%	4,4%	4,9%	4,5%	5,5%
Volumegroei	0,3%	-2,0%	0,6%	-0,6%	-2,0%	0,2%	0,3%	-0,5%
Organische groei	7,2%	3,3%	5,9%	6,3%	2,4%	5,1%	4,8%	5,0%

Bron: Jaarverslagen AB InBev