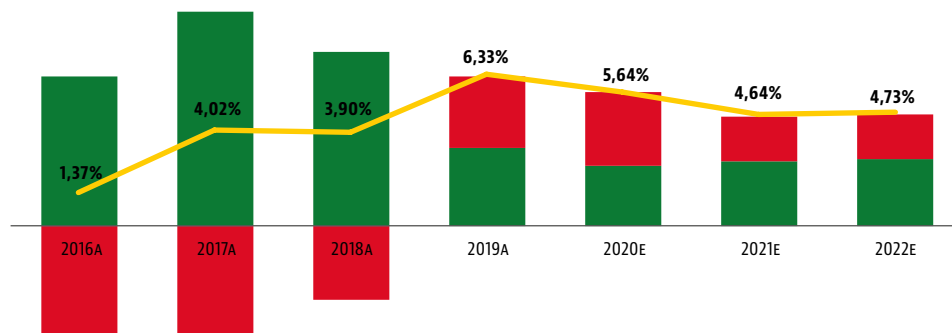




HEINEKEN: VOORSPELDE OMZETGROEI



Legenda

beia = before exceptional items and amortisation of acquisition-related intangible assets, voor eenmalige zaken en amortisatie van aan overnames gerelateerde immateriële activa • A = Actual, werkelijk resultaat • E = Estimatie, taxatie

■ groei geconsolideerd biervolume ■ netto omzetgroei (beia) per hectoliter — geconsolideerde netto omzetgroei (beia)

Bron: jaarverslagen Heineken, Vuma consensus (per 9 maart 2020) – zonder impact covid-19



Uit de financiële resultaten blijkt dat Heinekens rendement op het geïnvesteerd kapitaal (10 procent) hoger ligt dan de kostenvoet van het kapitaal (8 procent).

Dit geeft een ROIC/WACC-ratio van 1,3. De op het oog relatief lage ROIC van ongeveer 10 procent is het gevolg van in het verleden betaalde overnamepremies. De grootste acquisities waren het Britse Scottish & Newcastle in 2008 (6,1 miljard euro), het Mexicaanse Fems in 2010 (5,8 miljard euro) en het Singaporese Asia Pacific Breweries in 2012 (circa 5 miljard euro). Als we geen rekening houden met de gedane overnames, en puur kijken naar de onderliggende operationele prestaties, realiseert Heineken echter een royale operationele ROIC van liefst 25 procent, het gevolg van de gunstige concurrentiepositie.

De brouwer zag de onderliggende omzet de afgelopen jaren toenemen met *mid single digits* (ruwweg tussen de 4 en 6 procent). De groei komt vooral uit opkomende landen als Brazilië, inmiddels de belangrijkste markt voor het Heineken-merk, Vietnam en Cambodja. In opkomende landen stijgt de bierconsumptie nog wel, waar deze in Europa en de Verenigde Staten terugloopt. Daarbij heeft de bevolking steeds meer geld te besteden voor het duurdere premium-bier.

Het succes in Vietnam is exemplarisch. De rijkere wordende middenklasse kiest steeds vaker voor duurdere Heineken-merken zoals Tiger en Heineken, en bewijst zo de ratio achter miljardenovernames van het Mexicaanse Fems, het Singaporese Asia Pacific Breweries en het Brazili-

aanse Kirin. Vietnam behoort samen met Mexico inmiddels tot de meest winstgevendende landen, met beide een winstaandeel van 10 procent op het totaal. Tien jaar geleden was de brouwer nog niet actief in deze landen.

Voor de coronacrisis zou ongeveer 80 procent van de winstgroei dit jaar uit de drie groeielanden Vietnam, Mexico en Brazilië komen. De markt rekent erop dat de afzet in de loop van het jaar dan ook weer op volle snelheid vooruit kan.

SCHAAL EN LOKAAL

De biersector heeft een periode van grote fusie- en overnamekoorts achter de rug. Schaalgrootte is essentieel om de hoge investeringen – 2 miljard in 2019, ruim 8 procent van de verkopen, rendabel aan te wenden. Het gaat dan voor een belangrijk deel om kostenvoordelen.

Het toverwoord is lokale schaalgrootte. Want hoewel Heineken ook profiteert van het wereldwijde soortelijk gewicht bij het inkopen van grondstoffen als graan, hop en gist, zijn veel voordelen van het groot zijn vooral lokaal. Brouwen is vaak een lokale aangelegenheid, waardoor omvang helpt bij het halen van voordelige prijzen van de marketing,

verpakking en distributie van bier. Er blijkt dan ook een zeer sterke correlatie te bestaan tussen de directe kosten en het volume per brouwerij.

Heineken zou dankzij zijn dominante positie in diverse landen in staat moeten zijn van kostenvoordelen te profiteren. Zo is in de jaarlijkse beleggerspresentatie van Heineken te zien dat de bierbrouwer in veel landen in Europa (onder andere Nederland, Frankrijk, Italië, Verenigd Koninkrijk) en Azië (onder andere Cambodja, Indonesië, Maleisië) marktleider is. Helaas is dit maar zelden het geval in landen in Afrika en Latijns-Amerika, hier moet Heineken vaak het onderspit delven tegenover de grote concurrent AB InBev.

'VERBORGEN' WAARDE IN DEELNEMINGEN

Niet alle waarde van Heineken komt momenteel voort uit de operationele activiteiten. Sterker nog, in toenemende mate zal ook de balanspost minderheidsdeelnemingen en joint ventures ('investments in associates and joint ventures') van belang worden voor de waarde van de bierbrouwer.

Het minderheidsbelang van 40 procent in China Resources Beer Holdings, dat indirect de grootste bierbrouwer van China is, heeft