

Delen we de winstgroei (470 miljoen euro) op de extra investeringen die daarvoor nodig waren (6,5 miljard euro), dan komt daar een rendement uit van ongeveer 7 procent. Dat is net voldoende om kapitaalverschaffers te kunnen bekoren, want die eisen ten minste 7 procent.

Wat echter opvalt, is dat dit extra rendement (in jargon marginale ROIC) bij Heineken sterk schommelt. Zo lag het marginale rendement in 2017 en 2018 voor de periode van vijf jaar daarvoor met een grotere marge boven de kapitaalkosten. Vanwege die fluctuaties middelen we de rendementen van de laatste drie jaar en komen we uit op 10,5 procent. Dat betekent dat Heineken gemiddeld toch waarde heeft weten te creëren met de investeringen in groei.

Maar wat betekent dit allemaal voor het (verwachte) ren-

dement op de aandelen? We gaan ervan uit dat Heineken circa 39 procent van de aangepaste winst herinvesteert in toekomstige winstgroei (de andere 61 procent houdt het huidige winstniveau in stand of gaat naar dividend). Dit levert dus een rendement op van 4,1 procent (10,5 procent rendement geherinvesteerd tegen 39 procent).

### 3. OPSLAG VOOR HOGERE WAARDERING: CIRCA 2 PROCENT PER JAAR

Tellen we de eerste twee rendementbronnen bij elkaar op, komen we op een percentage van circa 5,4 per jaar. Dat is pover. Betekent dit dat een belegger Heineken dan maar moet mijden? Dat is alleen het geval als je veronderstelt dat de waarderingratio de komende jaren blijft liggen op het niveau van 18 keer het bedrijfsresultaat (ebit). Maar het is goed mogelijk

## HET TOTAAL-RENDEMENT VAN HEINEKEN IS NOG ALTIJD MAGERTJES

dat de waardering langzaam weer klimt naar een niveau van 20 keer, dat we zagen voor de coronacrisis. Dat is ook het niveau waarop het aandeel in de periode van vijf jaar voor de coronacrisis het meeste werd verhandeld.

Zou de ebit-multiple van Heineken over de komende vijf jaar stijgen naar dit gemiddelde, dan levert dit jaarlijks circa 2 procent rendement op.

### DE OPTESOM: HET TOTAALRENDEMENT

De drie rendementsc componenten bij elkaar tellen op tot het verwachte totaalrendement per jaar dat een belegger mag verwachten. Het verwachte jaarlijkse rendement van Heineken bedraagt 1,3 procent uit dividend en inkoop van aandelen en 4,1 procent uit groei dankzij het herinvesteren van winsten.

Daarnaast veronderstellen we een plus van 2,1 procent vanwege de waardering die langzaam oploopt naar het pre-coronaniveau. De optesom levert een totaalrendement op van ongeveer 7,5 procent per jaar. Dat is nog altijd magertjes.



#### HEINEKEN: BEREKENING GROEIVOET

Post	2015	2016	2017	2018	2019	Gemiddeld
Aangepaste winst	€ 3,12	€ 3,32	€ 3,42	€ 3,43	€ 3,59	
Investeringen in groei	€ 1,19	€ 1,30	€ 1,21	€ 1,35	€ 1,48	
Investeringen als % van de winst	38,2%	39,2%	35,4%	39,2%	41,2%	38,6%
a.) Toename geïnvesteerd kapitaal*		€ 5,14	€ 5,64	€ 6,08	€ 6,53	
b.) Toename in aangepaste winst		€ 0,12	€ 0,77	€ 0,65	€ 0,47	
<b>Marginale ROIC (b/a)</b>			<b>13,6%</b>	<b>10,7%</b>	<b>7,2%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Herinvesteringsrendement**</b>			<b>4,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,1%</b>

Bedragen in miljarden. \*= groei-investeringen gemeten over een periode van 5 jaar. \*\* = ROIC x 38,6%. **Investeringen in groei** = kapitaaluitgaven minus afschrijvingen, marketinguitgaven minus afschrijvingen. **Bron:** jaarverslagen Heineken, eigen berekening VEB.