

is om al deze activa zelf op te bouwen.

Zo verbieden boekhoudregels om immateriële activa, zoals opgebouwde merken, op de balans te zetten. Alleen de merkwaarde van de gekochte bierbrouwers, zoals het Singaporese Asia Pacific Breweries in 2012, is opgenomen op de balans.

Maar Heineken investeerde ook miljarden in zijn eigen merken. Om de waarde van die merken in te schatten, moeten alle marketinguitgaven uit het verleden bij elkaar worden opgeteld. Die exercitie leert dat er circa 15 miljard euro aan marketinguitgaven nodig zijn om de eigen merkenportefeuille op te bouwen die Heineken nu heeft. Al die marketingkosten liepen ieder jaar via de resultatenrekening. Voor ons sommetje tellen we al die jaarlijkse kosten bij elkaar op en zetten dit totaalbedrag op de bedrijfsbalans (zie Merken en de balans). Ook

dient er een correctie gemaakt te worden op de boekwaarde van alle bierfabrieken om in beeld te krijgen hoeveel kapitaal er nodig zou zijn om deze brouwerijen opnieuw te bouwen.

Alles bij elkaar komen we op een (theoretische) activawaarde van 33 miljard euro, circa 57 euro per aandeel. Dat is een stuk minder dan de koers van 85 euro. Conclusie: Heineken is geen koopje, en waarom dat zo is wordt later duidelijk.

STAP 2 Verdienkrachtwaarde

WAT IS HEINEKEN WAARD ALS HET NOOIT MEER GROEIT?

DOEL

Waardeer een bedrijf alsof het geen toekomst heeft en koop de aandelen als de beurskoers lager is.

CONCURRENTIE- VOORDELEN VAN HEINEKEN LIJKEN EEN STUK MINDER STERK DAN BIJ ASML

In stap twee wordt niet naar de balans (bezittingen) gekeken maar naar de winst- en verliesrekening. Hoofdvraag: wat zou Heineken waard zijn als het voor eeuwig stationair zou draaien?

Voor het berekenen van deze zogeheten verdienkrachtwaarde wordt een inschatting gemaakt van een duurzaam operationeel winstniveau. De laatste twee (dramatische) coronajaren zijn hiervoor niet bruikbaar, dus kijken we naar boekjaar 2019. De winstmarge bedroeg toen 17 procent en dat is in lijn met de vier jaar daarvoor.

Het winstcijfer in de boeken van Heineken wordt geschoond voor eenmalige baten (bijvoorbeeld een boekwinst na een desinvestering) en lasten (reorganisatiekosten), maar ook de jaarlijkse afschrijvingen op aangekochte merken. Heineken noemt dat zelf het beia-winstcijfer.

Maar – belangrijker – ook kosten die gemaakt zijn om in de toekomst te groeien (bijvoorbeeld in additionele uitgaven aan marketing) worden buiten beschouwing gelaten. Bij Heineken komen we op een duurzame winst na belasting van 3,6 miljard euro.

We rekenen vervolgens al die winsten terug naar vandaag tegen een kostenvoet van kapitaal (in jargon WACC) van 7 procent. Als we ook nog rekening houden met de nettoschuld, dan resteert een



HEINEKEN: VAN BOEKWAARDE NAAR NIEUWWAARDE

Post	Waarde	Opmerking
Eigen vermogen	€ 17,36	
Bij: aanpassing voor brouwerijen, kroegen etc.	€ 12,23	historische kostprijis
Af: goodwill voor overnames	€ -12,28	goodwill voor overnames zoals S&N, Femsa, APB
Bij: merkenportefeuille	€ 15,44	op de balans zetten van marketinguitgaven
Activawaarde (AV)	€ 32,75	
Waarde per aandeel	€ 56,86	

Bedragen in miljarden, behalve waarde per aandeel.

Bron: jaarverslagen Heineken, Bloomberg, eigen berekening VEB.