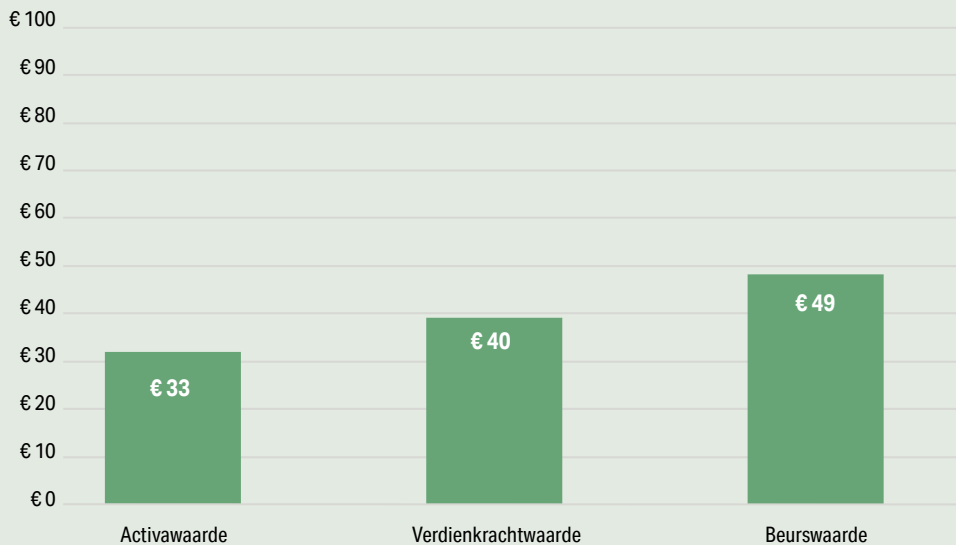


HEINEKEN: BEURSWAARDE > VERDIENKRACHTWAARDE > ACTIVAWAARDE



Bron: jaarverslagen Heineken, eigen berekening VEB, in miljarden euro's

STAP 3

Groei

VOOR BEDRIJVEN MET EEN STRUCTUREEL CONCURRENTIEVOORDEEL LEVERT GROEI EXTRA RENDEMENT OP

DOEL

Probeer vast te stellen hoeveel rendement wordt gemaakt op iedere euro ingehouden winst.

HEINEKEN KEERT LANG NIET ALLE WINST UIT AAN AANDEELHOUDERS

In plaats van de waarde van een bedrijf te berekenen, wordt in stap 3 een inschatting gemaakt van het rendement dat een belegger zal realiseren als hij tegen de huidige beurskoers het aandeel koopt.

De formule bestaat uit drie bronnen van rendement. Eerst wordt gekeken naar het rendement dat een belegger krijgt uit

dividenden en aandeleninkopen. Vervolgens naar het rendement op ingehouden winsten die worden geherinvesteerd. Tot slot wordt een op- of afslag gerekend, omdat waarderingsratio's in de toekomst kunnen dalen of stijgen.

1. RENDEMENT UIT DIVIDEND: 1,3 PROCENT PER JAAR

De hoeveelheid winst die Heineken ieder jaar uitkeert, vormt de eerste component. Het afgelopen jaar werd voor circa 800 miljoen euro dividend uitbetaald. De brouwer kocht geen eigen aandelen in. Zetten we het dividendbedrag af tegen de ondernemingswaarde van Heineken (61 miljard euro), dan resulteert een jaarlijks zogenoemd uitkeringsrendement van 1,3 procent.

2. RENDEMENT UIT HERINVESTERINGEN: 4,1 PROCENT PER JAAR

Heineken keert lang niet alle winst uit aan aandeelhouders. Een deel wordt ingehouden en geherinvesteerd in de onderneming. Voor een belegger in een groeiend bedrijf met (veronderstelde) concurrentievoordelen is van belang om te weten welk rendement wordt gemaakt op deze ingehouden winsten.

Bij deze inschatting moet een waardebelegger beducht zijn voor optimistische financiële doelen en vergezichten van topmannen. Daarom grijpen we terug op de financiële boekhouding en het verleden.

Omdat door de coronapandemie de resultaten van Heineken vertekend zijn, kijken we naar de periode tot en met 2019.

Zo steeg de door ons aangepaste winst van 3,1 miljard euro in 2015 naar 3,6 miljard euro in 2019. Voor de winstgroei van circa 470 miljoen euro over deze periode moest Heineken flink investeren in onder meer marketing (de helft van het totaal) en brouwerijen (andere helft). De VEB bijcijfert de totale investeringen in groei op 6,5 miljard euro over deze periode van vijf jaar.

MERKEN EN DE BALANS

Heineken is al sinds de oprichting in 1864 bezig met het bouwen aan een enorme merkenportefeuille van meer dan 200 merken, en gaf vele miljarden euro's uit aan het in de markt zetten van merken als Heineken en Amstel. Maar dit bedrag is nergens terug te vinden op de balans.

Boekhoudregels verbieden het om investeringen in eigen merken op de balans te zetten. Aangezien marketingkosten ook investeringen in de toekomst zijn, proberen professionele beleggers deze wel terug te laten komen op de balans.

Bij dit zogenoemde kapitaliseren van marketinguitgaven worden deze historische kosten bij elkaar opgeteld en als bezitting op de balans

gezet. Vervolgens wordt deze 'investering' geleidelijk afgeschreven via de winst- en verliesrekening.

Voor Heineken is dat nog niet zo eenvoudig. Vorig jaar gaf Heineken 2,1 miljard euro uit aan marketing en verkoop. Maar de Amsterdamse brouwer geeft geen inzicht in de splitsing tussen de marketinguitgaven (die de merkwaarde stuwen) en de kosten van het verkoopapparaat. Voor Heineken gaan we uit van een fiftyfifty verdeling, in lijn met die van de Deense concurrent Carlsberg.

Vervolgens gaan we er in onze berekeningen van uit dat de totale waarde van marketinginvesteringen over een periode van dertig jaar wordt afgeschreven. Dat is ongeveer het gemiddelde dat Heineken blijktens het jaarverslag zelf hanteert voor overgenomen merken die het wel op de balans (moet) zet(ten).