

**HEINEKEN (HEIA.AS)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009T	2010T
Omzet (€ mln)	10.062	10.796	11.829	11.245	14.319	15.749	16.536
Ebitda	2.085	2.069	2.345	2.629	2.906	3.008	3.358
Ebit	1.386	1.301	1.559	1.748	1.932	2.000	2.232
Nettowinst	642	761	1.211	807	209	1.050	1.158
Nettowinst (genormal.)	803	840	930	1.119	1.013	1.050	1.158
EV/Balanstotaal	34,6%	33,6%	38,5%	47,5%	23,4%	25,7%	26,8%
Rendement TV	12,9%	11,0%	12,0%	14,0%	11,9%	9,6%	10,4%
Rendement EV	21,5%	18,6%	16,8%	20,9%	19,3%	20,6%	20,5%
Ebitmarge	13,8%	12,1%	13,2%	15,5%	13,5%	12,7%	13,5%
Nettowinstmarge	8,0%	7,8%	7,9%	10,0%	7,1%	6,7%	7,0%
WpA	€ 1,27	€ 1,55	€ 2,47	€ 1,65	€ 0,43	€ 2,15	€ 2,37
WpA (genormaliseerd)	€ 1,64	€ 1,71	€ 1,90	€ 2,28	€ 2,07	€ 2,15	€ 2,37
Dividend	€ 0,40	€ 0,40	€ 0,60	€ 0,70	€ 0,62	€ 0,62	€ 0,65
Uitst. aand. (mln)	490,0	490,0	490,0	490,0	489,4	489,4	489,4
Koers ult. & 13/3/09	€ 24,42	€ 26,66	€ 36,03	€ 44,22	€ 21,90	€ 20,42	
K/W	14,9	15,6	19,0	19,4	10,6	9,5	8,6
Marktkapitalisatie (€ mrd)						10,0	

zijn de cijfers van Heineken momenteel moeilijk toegankelijk.

De gerapporteerde nettowinst over 2008 bleek te zijn gedaald met 74 procent tot 209 miljoen euro. Voor het merendeel werd de winst gedrukt door 757 miljoen euro aan buitengewone lasten en afboekingen. Deze niet meegerekend bleef de winstdaling beperkt tot 11 procent bij een omzetgroei van 27 procent tot 14,3 miljard euro. Wordt de omzetbijdrage van de van S&N gekochte bedrijfsonderdelen buiten beschouwing gelaten, dan resteert een autonome omzetgroei, vooral dankzij prijsverhogingen, van 7,4 procent.

Dat deze op zich fraaie autonome omzetgroei toch gepaard ging met een winstdaling van 11 procent komt geheel voor conto van de financieringslast van 370 miljoen euro die de overname van de S&N-onderdelen met zich meebracht. De eerste bijdrage van de S&N-activiteiten aan het operationele resultaat van 72 miljoen euro woog daar bij lange na niet tegen op. Van de overgenomen S&N-activiteiten heeft 80 procent betrekking op Groot-Brittannië en Ierland en vooral in Groot-Brittannië slaat de recessie hard toe. Wordt ook S&N in het resultaat buiten beschouwing gelaten, dan zou de nettowinst in dezelfde mate zijn gegroeid als het genormaliseerde bedrijfsresultaat, te weten met 11 procent.

De uiteenlopende winstberekeningen maken een beoordeling er niet makkelijker op. De 16 procent groei van het afgezette bier-volume, waarvan 3,6 procent autonoom, viel bij beleggers in goede aarde maar de sterk negatieve nettowinstbijdrage van de S&N-

onderdelen stond uiteindelijk een positieve beoordeling in de weg. Het versterkt immers het vermoeden dat Heineken te veel voor zijn aandeel in S&N heeft betaald. Doordat bovendien Carlsberg door de overname volledig eigenaar werd van Baltic Beverages, de grootste brouwer in Rusland, heeft Heineken in die belangrijke groeiemarkt een directe concurrent nog beter in het zadel geholpen. In 2008 vielen de prestaties van Heineken in Rusland al tegen en werd een forse afboeking noodzakelijk geacht.

De algemeen als te duur beoordeelde overname legt een schaduw over de goede prestaties die Heineken de afgelopen drie jaar

heeft geboekt op het punt van kostenreductie. Het F2F-programma, dat vorig jaar werd afgesloten, heeft ruim aan de verwachtingen voldaan. De herstructureringskosten bleven met 284 miljoen euro binnen de geïndiceerde range van 325 tot 375 miljoen euro terwijl de structurele kostenverlaging met 469 miljoen euro iets boven de doelstelling is uitgekomen. De vaste kosten werden met 5,4 procentpunt tot 29,5 procent verlaagd waardoor de flexibiliteit van de kostenstructuur aanzienlijk is verbeterd. Om dit te bereiken moesten vijf brouwerijen worden gesloten en 12.000 banen geschrapt.

**FORS HERSTELPOTENTIEEL**

AB InBev en Heineken houden elkaar nauwlettend in de gaten in de strijd om de toppositie in de mondiale biersector. Heineken voorzag een halfjaar na de overname van de S&N-onderdelen dat de synergie 30 procent hoger zou uitvallen dan aanvankelijk beloofd, AB InBev ging daar nog eens dunnetjes overheen met een 50 procent hoger geschatte synergie dan bij eerste benadering was becijferd. Beide brouwers moeten onder verslechterende marktomstandigheden dus vooral de hoop zien te voeden met kostenbesparingen die pas op langere termijn worden gerealiseerd.

Gezien de uitzonderlijke economische omstandigheden onthouden beide brouwers zich ook van concrete uitspraken over de winstontwikkeling in 2009 en volgende jaren. Beleggers zullen daarom op hun eigen instinct en inzicht moeten vertrouwen. De biersector is, zoals blijkt uit de resultaten over 2008, weliswaar niet geheel recessiebestendig maar de cyclische gevoeligheid is toch beperkt. In de bijgaande cijfertabellen zijn de resultaten geprojecteerd naar 2009 en 2010, waarbij is aangenomen dat de verzwakking die in het vierde kwartaal 2008 accelereerde tenminste ook in 2009 haar tol zal eisen.

Op basis van de daaruit rollende winst-taxaties zijn beide aandelen in verhouding tot hun historische niveaus momenteel uitzonderlijk laag gewaardeerd met koers-winstverhoudingen die onder de 10 zijn gedoken, terwijl jarenlang een waardering tussen de 15 en 20 regel was. Beide beschikken daarom over een fors herstelpotentieel. Op wat langere termijn lijkt dat potentieel van InBev groter dan van Heineken. Daar staat op korte termijn wel een hoger risicoprofiel tegenover. Het hangt daarom van de risicoaversie van de individuele belegger af aan welke brouwer hij op dit moment de voorkeur geeft. ■

