



rendement) ten opzichte van concurrenten als BAT en Imperial Brands, heeft vooral te maken met de leidende positie van het bedrijf uit Stamford in e-sigaretten. De IQOS (kort voor *I quit ordinary smoking*) van Philip Morris blijkt de hardloper onder de rookalternatieven. De kasstroom zal mogelijk dus harder groeien dan bij de andere drie spelers (zie de grafiek met drie rendementsbronnen).

Gezamenlijk zijn RRP's bij de maker van Marlboro goed voor bijna 13 miljard dollar en genereren daarmee ruim 35 procent van de totale omzet. Het marktaandeel van de IQOS in de totale tabaksmarkt (inclusief de ouderwetse sigaret) ligt in veel ontwikkelde landen waar de tabaksfabrikant actief is zo rond de 10 procent.

GROTE TABAKS- BEDRIJVEN HEBBEN DE VLUCHT NAAR VOREN GENOMEN MET ROOK- ALTERNATIEVEN

De opkomst van e-sigaretten is zelfs nog groter wanneer we kijken naar enkele individuele markten. In Japan vertegenwoordigden de IQOS-producten vorig jaar al ruim een kwart van de totale tabaksmarkt – en in hoofdstad Tokio zelfs een derde.

Binnenkort mag Philip Morris z'n succesproduct ook in de Verenigde Staten gaan verkopen, nadat het in april 2024 de rechten van Altria zal terugkrijgen. Dankzij de overname van het Zweedse Swedish Match maken de Amerikanen ook nog een soort nicotinezakjes, noem het moderne pruimtabak, van het populaire merk Zyn. Door de leidende posities in diverse rookvrije producten ligt de waardering van Philip Morris een stuk hoger dan van zijn *peers*. Dit bedrijf wil in 2030 zelfs twee derde van de omzet halen uit rookvrije

producten. Bij de andere drie maatschappijen zijn de rookvrije ambities veel beperkter. Dat brengt risico's met zich mee.

Dat het missen van de boot in RRP's grote gevolgen kan hebben, laat de situatie van Japan Tobacco zien. Dat bedrijf kreeg als eerste te maken met een grote uitdager (Philip Morris) in alternatieve sigaretten. De Japanners verloren door de lancering van de IQOS in eigen land tussen 2016 en 2021 zo'n 20 procent van de omzet en 30 procent van de operationele winst (ebit).

De markt heeft – terecht of onterecht – geen waardering voor de nieuwe initiatieven van BAT (2023: 17 procent van de omzet) en Imperial Brands (3 procent van de omzet). Tegelijkertijd is de vraag of dat bij de huidige waardering – beide bedrijven worden verhandeld op zes keer de vrije kasstroom – wel een probleem is voor beleggers in deze tabaksbedrijven. Nu landen van Australië tot het Verenigd Koninkrijk de strijd aangaan tegen de modernere alternatieven voor roken, bestaat het gevaar juist dat de hoger gewaardeerde spelers die hierop inzetten – denk vooral aan Philip Morris – het zwaar te verduren krijgen. Veel politici vrezen dat e-sigaretten en soortgelijke producten een nieuwe generatie nicotinever-slaafden creëren.

Daarom zou ook beargumenteerd kunnen worden dat het beleggingsrisico – hoe gek ook – juist kleiner is bij bedrijven als Imperial Brands die vrijwel volledig afhankelijk zijn van traditionele sigaretten en niet of slechts beperkt investeren in de alternatieve producten.

De realiteit is dat bij het huidige FCF-rendement Imperial Brands niet nog decennia hoeft te blijven bestaan om beleggers riant rendementen te bieden. Voorwaarde is wel dat de royale kasstromen worden uitgekeerd aan aandeelhouders.