

um)merk te promoten. De Mexicaanse consument is de laatste jaren namelijk aanzienlijk koopkrachtiger geworden. Heineken is nummer een in Europa, maar wereldwijd blijft het ver achter bij wereldmarktleider AB Inbev, vooral in hectoliters.

**OPKOMENDE MARKTEN**

In verschillende opkomende markten in Azië had Heineken al een goede marktpositie. Het concern heeft een belang van 37,5 procent in United Breweries Limited (UBL), de grootste brouwerij van India. UBL maakt onder meer Kingfisher, het belangrijkste biermerk van India. De Indiase markt groeit

Een andere deelneming van Heineken, die in Asian Pacific Breweries uit Singapore, is ook actief in India. Daarnaast heeft Heineken enkele deelnemingen in Chinese brouwerijen. Nu zijn de biervolumes in Azië nog relatief laag. Mexico en Brazilië daarentegen zijn al serieuze afzetmarkten. Na de overname gaat het aandeel van Heinekens omzet in opkomende markten van 32 naar 40 procent. Heineken wordt dus meer en meer een belegging in opkomende landen.

**KOST VOOR DE BAAT**

De overname is een sterke strategische zet, maar ook hier gaat de kost voor de baat uit. Op korte termijn komen de minnen in beeld: de prijs lijkt redelijk, maar waardecreatie is pas na zes jaar te verwachten. De balansverhoudingen blijven door de aandelenuitgifte ongewijzigd, maar Heineken krijgt er voor 1,5 miljard euro schuld bij, terwijl de balans al behoorlijk verzwakt was door de aankoop van Scottish & Newcastle, waarvoor geld geleend werd. Dezelfde verhoudingen dus, maar wel grotere bedragen.

Voor Scottish & Newcastle betaalde Heineken ruim twaalfmaal het bedrijfsresultaat vóór afschrijvingen en amortisatie (ebitda). SABMiller betaalde slechts 10,6 keer de ebitda voor het Zuid-Amerikaanse Bavaria, maar ook 14,7 keer ebitda voor

**DE BIG FOUR NAAR VOLUME\***

1	AB InBev	457
2	SABMiller	210
3	Heineken (incl. Femsa)	167
	Heineken (excl. Femsa)	126
4	Carlsberg	109

\*in miljoenen hectoliters volgens de meest recente jaarverslagen

Grolsch. Nu betaalt Heineken 11,2 keer het bedrijfsresultaat terwijl de onderneming zelf 10,2 keer de ebitda waard is.

**MACHT BIJ DE FAMILIE**

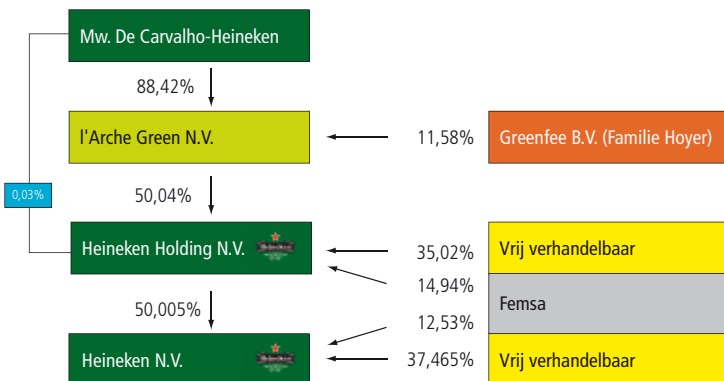
Het management van Heineken heeft een goede reputatie op het gebied van verbetering van de winstgevendheid in volwassen markten en kan nu zijn tanden gaan zetten in de al redelijk volwassen Mexicaanse, maar ook de snelgroeiende Braziliaanse biermarkt.

Ondertussen blijft Heineken een familiebedrijf. De familie Heineken houdt een allesbeslissende vinger in de pap maar de constructie om de macht bij de familie te houden wordt langzamerhand wel erg ingewikkeld. Een volgende grote overname is nu alleen mogelijk met een beursgang van L'Arche Green, een soort Heineken Holding Holding. Heerlijk? Soms, vooral op warme dagen. Maar helder is het niet. ■

**DE PRIJS LIJKT REDELIJK MAAR PAS NA ZES JAAR WAARDECREATIE**

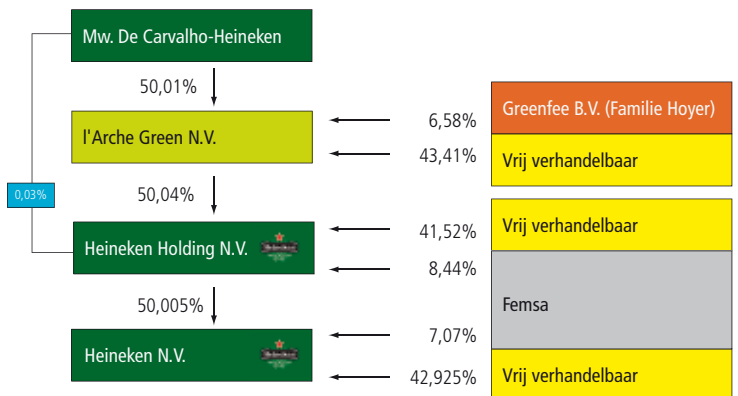
sterk en er is nog veel ruimte voor verdere groei: de bierconsumptie per persoon is in India slechts een honderdste van die in veel West-Europese landen. En India heeft 1,2 miljard inwoners, dus daar zou nog enige groei mogelijk moeten zijn.

3 Vijf jaar na transactie met Femsa



**2010-2015:** De overname van Femsa Cerveza is tot achter de komma zo gestructureerd dat De Carvalho-Heineken nog net een controlerend belang houdt. Femsa krijgt in eerste instantie 86 miljoen aandelen, waarvan er 43 miljoen via Heineken Holding worden aangehouden. Op het belang van de holding in Heineken heeft dat geen effect, maar het belang van l'Arche Green in de holding verwaterd. Nog meer aandelen uitgeven is daarom geen optie. Omdat Femsa Cerveza wordt geacht meer waard te zijn dan 86 miljoen aandelen Heineken, is er voor een creatieve oplossing gekozen. Femsa houdt nog 29 miljoen extra aandelen te goed, die de komende vijf jaar door Heineken in de open markt zullen worden aangekocht. De bijdrage van de familie Heineken in het kapitaal van de onderneming daalt tot iets boven de 22 procent.

4 Beursgang l'Arche Green?



**Toekomst?** De holding kan dus geen aandelen meer uitgeven zonder dat de familie het controlerend belang verliest. Is daarmee de mogelijkheid om overnames met aandelen te financieren volledig uitgeput? De Carvalho-Heineken bezit momenteel meer dan 88 procent van l'Arche Green, 38 procent meer dan nodig om de aandeelhoudersvergadering van Heineken te domineren. Dat biedt perspectieven: met een beursgang van l'Arche Green en aandelenemissies van de drie bedrijven kan tegen de huidige beurskoers nog ongeveer 16 miljard euro worden vrijgemaakt zonder dat De Carvalho-Heineken haar controlerend belang verliest. Tot er weer een nieuwe houdstermaatschappij boven wordt geplaatst natuurlijk...