

# AB InBev: twijfelgeval

## Voeding en drank

Beurs van Brussel • 88,76 EUR

Nettodividend: 2,52 EUR (2,84%)

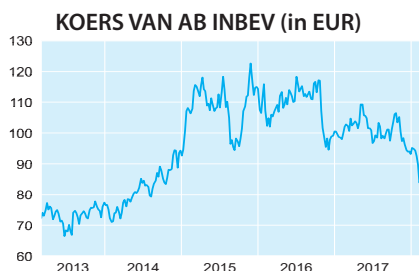
Risico: 3

*Sinds de aankondiging van de overname van SABMiller in 2015 kan AB InBev de markten maar moeilijk overtuigen. De groep moest namelijk een flink bedrag ophoesten om haar concurrent in te lijven. Bovendien houden de moeilijkheden aan in de VS en in Brazilië. Het 4e kwartaal was beter dan verwacht. Toch is het te vroeg om in te zetten op een duurzame remonte van het aandeel dat volgens ons iets te duur is.*

➤ *Verkopen.*

## Beter dan verwacht kwartaal

In het 3e kwartaal baarden de terugvallende verkochte volumes de beleggers zorgen. De bekendmaking van het resultaat van het 4e kwartaal kon hen echter wat geruststellen: de verkochte volumes gingen 1,6% hoger en de omzet van de wereldwijd verkochte biermerken (*Budweiser, Stella Artois, Corona*) nam met 17,8% toe. Dit beterschap was vooral te danken aan Brazilië, waar de economie zich stilaan uit de crisis hijst. Overigens werd al 2/3 van de beoogde besparingen uit de integratie van SABMiller gerealiseerd. De winst per aandeel klom als gevolg hiervan met 122% in het 4e kwartaal en met 40,7% over heel 2017 tot 3,60 EUR.



*Ondanks het enigszins geruststellende resultaat voor het 4e kwartaal 2017 heerst er nog steeds onzekerheid rond de verdere evolutie van de winst.*

## Ontpopping tot leider

- Sinds 2004 volgt AB InBev (toen Interbrew) een ambitieuze strategie gericht op fusies en overnames met de bedoeling de grootste brouwer ter wereld te worden. In dit opzicht palmde het in 2004 het Braziliaanse AmBev in en in 2008 het Amerikaanse Anheuser

Busch. Erna deed het iets minder grote overnames: in 2013 lijfde de groep het Mexicaanse Modelo in (bekend van het merk Corona en dat ze al voor 50% aanhield) en in 2014 het Koreaanse Oriental Brewery.

- Via die constante uitbreiding wil AB InBev in de biersector, die traditioneel erg gefragmenteerd is, verder marktaandeel veroveren om synergieën te genereren (schaalvoordelen), o.a. wat de aankoop van grondstoffen betreft en het beheer van de distributiekkanalen.
- Bovendien is de handelspolitiek van AB InBev gericht op een klein aantal wereldwijd verkochte producten, waarvan het de prijzen regelmatig optrekt.
- Na de laatste grote overname, die van SABMiller (nr. 2 van de biersector, aangekondigd in 2015, afgerond in 2016) is het nu wereldwijd ingeplant en tevens actief in o.a. de zone Azië-Stille Oceaan en in Afrika.

## Doeltreffend business model

De winstgevendheid van de groep, die door de prijsstijging van de wereldwijd verkochte merken en het strikt kostenbeheer wordt gestut, nam een hoge vlucht. Terwijl de bedrijfsmarge<sup>®</sup> in 2004 nog 11% bedroeg, kwam ze in 2017 uit op 30%. Al kampt de groep met een hoge schuld door de vele overnames, toch kon ze dankzij haar overvloedige liquiditeitengeneratie bewijzen dat ze in staat is haar financiële verplichtingen na te komen. Dit dreef de beurskoers flink hoger, van 20 EUR begin 2004 tot bijna 90 EUR vandaag.

## Een paar minpuntjes

- Zolang de groep zich kon ontwikkelen via overnames, maakten beleggers zich weinig zorgen om de interne omzetgroei. Nu beseffen ze echter dat de economische recessies van de laatste 10 jaar de consumptie in de VS en in Brazilië hebben aangetast en dat de gewoontes van de consument evolueren (in de VS lijdt *Budweiser* onder het succes van de *artisanale bieren*).
- Na de eerste grote overnames bleek dat de bedrijfsmarge niet oneindig zou aandikken. Zo leverden de recente overnames minder efficiëntiewinst op. Dit is het geval voor SABMiller. De

groep was voorheen namelijk al goed beheerd. Ook is de activiteit in Afrika minder winstgevend om structurele redenen (grote investeringen nodig).

- De kosten namen toe door de stijging van de grondstofprijzen en bepaalde uitgaven (marketing...).
- Ook is de groep financieel gezien kwetsbaar. Het is wel zo dat bepaalde activa werden verkocht om aan de eisen van de concurrentieautoriteiten te voldoen (na overname SABMiller) en dat met de inkomsten uit die afstotingen de schuld werd afgebouwd. Ook staat AB InBev niet aan de rand van het faillissement. Maar de financiële lasten zullen nog een tijdlang op het resultaat wegen en op de stijging van het dividend. Voor 2017 blijft het dan ook stabiel (2,52 EUR netto, 3,60 EUR bruto, d.i. 100% van de winst per aandeel).

## Niet dramatiseren

Het industriële succes van de groep is onbetwistbaar en overtreft de oorspronkelijke verwachtingen. Ook rest er een zekere groeimarge, o.a. in de *artisanale bieren* (al zal de impact op het resultaat traag zijn). Dankzij de overname van SABMiller is ze beter ingeplant en beter bestand tegen eventuele moeilijkheden in andere zones (zoals de laatste jaren in de VS en Brazilië).

## Overdreven enthousiasme

Beleggers zijn te enthousiast geweest en dreven de koers eind 2015 tot boven de 120 EUR. Maar de strategie van de groep (overnames snel laten renderen) bereikt stilaan haar grenzen, vooral gezien de operaties erg kostelijk zijn (bv. SABMiller). De winst per aandeel 2017 (3,60 EUR) ligt bijvoorbeeld lager dan die over 2012 (3,71 EUR). Sommigen hopen op een nieuwe grootschalige overname, misschien in een naburige sector (frisdranken?). Op korte termijn lijkt dit ons echter weinig waarschijnlijk.

**We tippen op een winst per aandeel van 3,90 EUR in 2018 en 4 EUR in 2019. Opdat we het aandeel positief gezind zouden zijn, zou het iets lager moeten gaan of zouden de vooruitzichten rooskleuriger moeten ogen. In afwachting: verkoop!**