

## “AB Inbev tapt champagnebier”

*Uit het departement: “Daar is de groei, daar is de zon. Bijna, maar ik denk dat ze net gekomen is”*



AB InBev (+4,3%) maakt vakkundig komaf met de kritiek, het ongeduld én de onzekerheid over zijn balans door een solide cijferset over het tweede kwartaal. De resultaten klopten de verwachtingen op alle vlakken én op koninklijke wijze, waardoor het aandeel de BEL20 volledig mee op sleeptouw neemt. De volumes groeiden op autonome basis met 2,1% (verwacht +0,7%), de omzet groeide organisch met 6,2% (verwacht: +5%) en de bedrijfskasstroom (REBITDA) klokte 9,4% hoger af (verwacht +8,5%). Alles zat mee, onder meer dankzij 113 miljoen euro aan synergievoordelen en stijgende marges in de VS en in Midden-Amerika. Koning Carlos verdient daarom onze aandacht.

### Cijfers om schol tegen te zeggen

De volumes groeiden op autonome basis met 2,1% tot 146 miljoen hectoliter, terwijl analisten een groei ingepend hadden van 0,7% à 1,0%. Die groei werd ondersteund door de eigen bieren, terwijl volumes in het niet-bier segment ook 1,8% aantrokken. De omzet groeide hierdoor met een hele forse 6,2%, tegenover een verwachting van 5% à 5,1%. Dat zorgde logischerwijs ook voor een positieve verrassing op het niveau van de bedrijfskasstroom (REBITDA), die 9,4% hoger afklokte op 5,86 miljard dollar. De analisten mikten op een groei met 6,5% tot 8,5% en hadden duidelijk niet gerekend op 113 miljoen dollar aan synergiën uit de fusie met SAB Miller. Eén en ander stuwde het genormaliseerde nettoresultaat richting 2,47 miljard dollar, vlot 700 miljoen dollar boven de verwachtingen.

Tabel 1. Geconsolideerde resultaten (miljoen USD)

	2Q18	2Q18	2Q19	Interne groei
	Geherformuleerd	Referentiebasis		
<b>Volumes (duizend hl)</b>	<b>143 685</b>	<b>143 685</b>	<b>146 120</b>	<b>2.1%</b>
AB InBev eigen bieren	127 632	127 632	130 465	2.2%
Niet-biervolumes	14 733	14 733	14 558	1.8%
Producten van derden	1 320	1 320	1 097	-6.6%
<b>Opbrengsten</b>	<b>13 992</b>	<b>13 764</b>	<b>13 963</b>	<b>6.2%</b>
<b>Brutowinst</b>	<b>8 828</b>	<b>8 672</b>	<b>8 700</b>	<b>5.5%</b>
Brutomarge	63.1%	63.0%	62.3%	-36 bps
<b>Genormaliseerde EBITDA</b>	<b>5 694</b>	<b>5 582</b>	<b>5 862</b>	<b>9.4%</b>
Genormaliseerde EBITDA-marge	40.7%	40.6%	42.0%	123 bps
<b>Genormaliseerde EBIT</b>	<b>4 525</b>	<b>4 428</b>	<b>4 713</b>	<b>12.2%</b>
Genormaliseerde EBIT-marge	32.3%	32.2%	33.8%	179 bps
Winst toe te rekenen aan houders	1 935		2 484	
<b>Genormaliseerde winst toe te rekenen aan houders</b>	<b>2 159</b>		<b>2 470</b>	
<b>Onderliggende winst toe te rekenen aan houders</b>	<b>2 175</b>		<b>2 295</b>	
Winst per aandeel (USD)	0.98		1.25	
<b>Winst per aandeel vóór eenmalige opbrengsten/(kosten) (USD)</b>	<b>1.09</b>		<b>1.25</b>	
<b>Winst per aandeel vóór eenmalige opbrengsten/(kosten) (USD)</b>	<b>1.10</b>		<b>1.16</b>	

### Cijfers per afdeling (organisch):

- **Noord-Amerika:** de volumedaling met 2,4% was wat hoger dan verwacht (-1,5%), wat enigszins beïnvloed werd door de timing van prijsstijgingen. Maar de omzet zelf ging er met 1,4% op vooruit, terwijl analisten mikten op +0,4% à 0,8%. Hogere prijzen voor hetzelfde bier, met andere woorden, zodat de bedrijfskasstroom (REBITDA) 2,1% hoger afklokte op 1,7 miljard dollar. Analisten hoopten slechts op een groei met 1,6%.
- **Midden-Amerika:** De volumes dikten 6,4% aan, terwijl de omzet het nog beter deed met een groei van 9,8% tot 3,01 miljard dollar. Analisten hadden een groei van 7,7% à 9% ingepend en waren eveneens conservatieve over de winstevolutie. De REBITDA steeg een forse 22,6%, terwijl slechts op 8,8% à 12,6% groei werd gemikt.
- **Zuid-Amerika:** Dit is de uitzondering, want een volumegroei van 0,6% en een omzetgroei van 7,6% stelden eerder teleur, omdat analisten hoopten op groeicijfers van respectievelijk 1% en 9%.
- **Europa & Midden Oosten:** Hele sterke volumegroei van 5,5%, terwijl op een groei van 1% à 3% werd gemikt. Ook de omzet ging erg hard, getuige daarvan de groei met 6,7% in plaats van de verhoopte toename met 1,8 à 4%. Dat duwde de bedrijfskasstroom (REBITDA) 4,9% hoger tot 803 miljoen dollar, terwijl analisten gemiddeld genomen op een groei van 4% rekenden.

- **Asia Pacific:** De beperkte volumegroei met 1,1% lag niettemin boven de verhoopte groei met 0,3%. Maar ook hier speelden prijseffecten, want de opbrengsten dikte liefst 7,1% aan tot 2,3 miljard dollar en de REBITDA ging 23,1% hoger postvatten op 998 miljoen dollar. Analisten mikten op een cijfer tussen 979 en 897 miljoen dollar.

## Schuldpositie

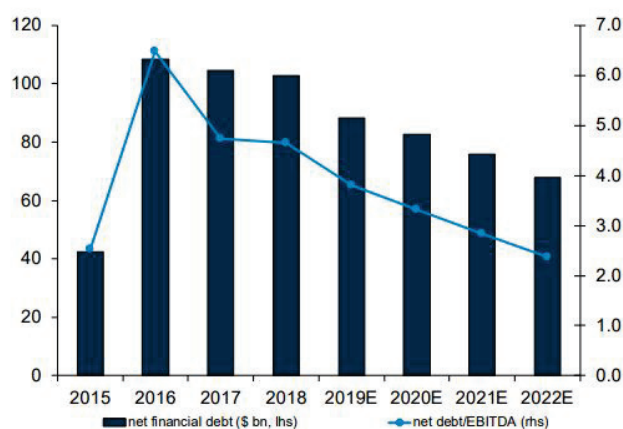
Er ging natuurlijk een pak aandacht naar de schuldpositie, maar daar werd eerder weinig vuurwerk opgetekend. Cash vloeit dan ook altijd trager dan de boekhoudkundige winst, nietwaar? De nettoschuld bleef ruwweg gelijk ten opzichte van het einde van 2018, namelijk 104,2 miljard dollar. De schuld steeg met 1,8 miljard dollar door aanpassing in de normen van de leaseboekhouding, waardoor de schuldratio stabiliseerde op 4,58x EBITDA. Maar omdat het merendeel van de kasstromen doorgaans in de tweede jaarhalf wordt gegenereerd, werd de eerdere hoop op een daling van schuldgraad van minder dan 4x tegen het einde 2020 herhaald. KBC Securities leidt hieruit af dat dit cijfer nog geen rekening houdt met de recente verkoop van de Australië activiteiten, waardoor de échte schuldratio nog een pak lager zal liggen.

NET DEBT TO EBITDA RATIO (EXCL APAC IPO)



Source: Company data, KBC Securities forecasts

NET DEBT TO EBITDA RATIO (INCL APAC IPO)



Source: Company data, KBC Securities forecasts

## Vooruitzichten

AB Inbev heeft in grote lijnen de eerdere vooruitzichten herhaald en streeft nog steeds naar een hogere omzet- en hogere EBITDA-groei in de tweede jaarhalf. Die omzetgroei zou meer evenwichtig opgemaakt moeten zijn tussen volume en omzetgroei (per hectoliter). De opbrengsten per hectoliter moet sterker groeien dan de inflatie, dankzij van premiumisering en initiatieven op het vlak van opbrengstenbeheer, terwijl ook de kosten lager moeten blijven dan de inflatie. Het saldo van ongeveer 50 miljoen dollar aan fusie synergiën zou tegen eind van het jaar moeten worden gerealiseerd. Al bij liggen deze vooruitzichten ongeveer in lijn met de eerder schattingen van de analisten, die mikken op groei van EBITDA voor 2019 met 7,8% (tot 23,2 miljard dollar) en voor 2020 met 7%.

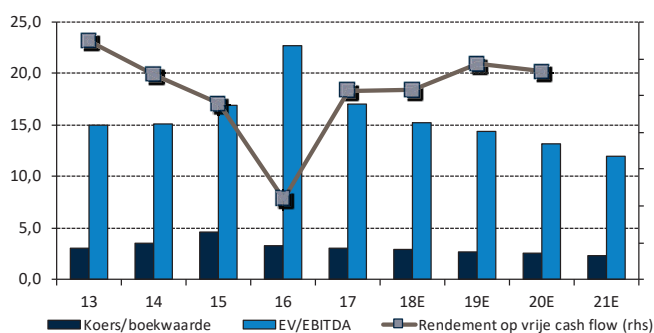
AB InBev	13	14	15	16	17	18	19E	20E	21E
Omzet	43.195	47.063	43.604	45.517,0	56.444,0	54.619,0	55.421,1	58.383,0	61.555,2
REBITDA (€m)	17.188	18.542	16.839	16.898,5	22.084,0	22.080,0	23.220,0	24.889,8	26.708,5
REBITDA marge	39,8%	39,4%	38,6%	37,1%	39,1%	40,4%	41,9%	42,6%	43,4%
Netto resultaat	14.394	9.216	8.273	1.193,0	7.968,0	4.368,0	10.893,7	9.991,0	11.310,5
							19E	20E	21E
P/E	19,7x	20,5x	23,5x	43,8x	28,7x	28,1x	20,0x	19,4x	17,1x
EV/EBITDA	15,0x	15,1x	16,9x	22,7x	17,0x	15,2x	14,3x	13,1x	12,0x
Koers/boekwaarde	3,1x	3,5x	4,7x	3,3x	3,0x	2,9x	2,7x	2,5x	2,4x
Rendement op vrije cash flow	6,5%	5,6%	4,8%	2,2%	5,1%	5,2%	5,9%	5,7%	6,5%
Dividendrendement (bruto)	2,8%	3,7%	3,3%	3,3%	3,6%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
							19E	20E	21E
Nettoschuld (€m)	38971,0	42346,0	43.172,0	108.423,0	104.623,0	102.645,0	96.678,0	91.137,8	84.151,1
Net debt/REBITDA	2,27x	2,28x	2,56x	6,42x	4,74x	4,65x	4,16x	3,66x	3,15x
							19E	20E	21E
Omzet-groei	8,6%	9,0%	-7,3%	4,4%	24,0%	-3,2%	1,5%	5,3%	5,4%
REBITDA-groei	10,8%	7,9%	-9,2%	0,4%	30,7%	0,0%	5,2%	7,2%	7,3%
Netto winstgroei	-	-36,0%	-10,2%	-85,6%	567,9%	-45,2%	149,4%	-8,3%	13,2%

Bron: KBC Securities

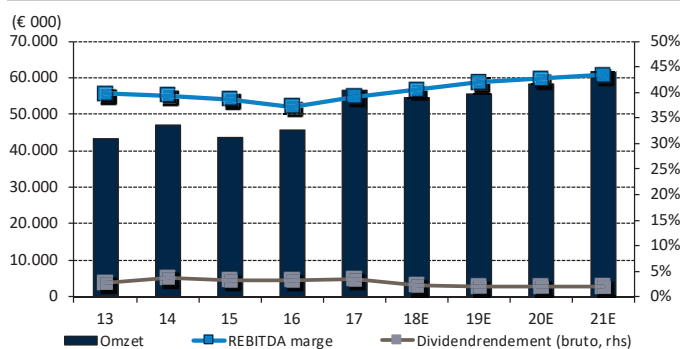
### De visie van KBC Securities

Analist Wim Hoste noemt de cijferset zonder meer “solide”, omwille van de beste volumegroei op kwartaalbasis in meer dan vijf jaar. Bijzonder indrukwekkend was de vooruitgang in Midden-Amerika en dankzij het contract met OXXO mogen beleggers zich er aan verwachten dat de Mexicaanse activiteiten zullen blijven profiteren van volumegroei. De marges zouden dan weer moeten profiteren van de optimalisatie van de algemene voetafdruk. KBCS blijft rekenen op een verbetering of versnelling van het bedrijfsresultaat in belangrijke landen zoals de VS, Mexico en Brazilië, wat zich in een omzetgroei van 5% op jaarbasis en een dubbelcijferige winstgroei moet vertalen in de komende vier jaar. Naast deze groeivoorzichten geeft KBCS ABInbev ook een pluim om zijn solide marktposities. Het defensieve karakter van de bierindustrie is mooi meegenomen. KBC Securities handhaaft het “Kopen” advies met een koersdoel van 105 euro.

WAARDERINGSMULTIPLES AB InBev



OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT AB InBev



**Auteurs:** Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC Group  
**Bijdrage door:** KBC Securities  
**Gerelateerd:**

“The Front Row”



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Groep



E-mail:  
Tel:  
Mobile:

[tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
+32 2 429 37 22  
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Havenlaan 2 (GCM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.

Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbc.be](http://www.kbc.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?

Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbc.be](http://www.kbc.be), [www.kbcsecurities.be](http://www.kbcsecurities.be), [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be) en [www.kbceconomics.be/nl.html](http://www.kbceconomics.be/nl.html).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)