



Bolero

AANDEEL IN DE KIJKER

AB InBev

Wat is er aan de hand met de Belgische bierkoning?

08 november 2018

RESEARCH DOOR WIM HOSTE (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR TOM SIMONTS, SR. FINANCIAL ECONOMIST KBC



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

Het aandeel van AB InBev staat al enkele maanden onder druk en ging na de publicatie van de resultaten voor het derde kwartaal zowaar 10% lager. Maar waar wringt nu precies het schoentje bij onze Belgische bierkoning?

Tijd voor een grondige analyse. Die krijgen we van Sr. Financial Economist Tom Simonts, die samen met KBC Securities-analist Wim Hoste in kaart brengt wat voor AB InBev de grootste **uitdagingen** zijn, maar ook een blik werpt op de **opportuniteiten voor toekomstige groei**. Afsluiten doen we met de **investment case** van KBC Securities voor het aandeel en een **interview met onze expert uit eigen huis**.



Is het vat af bij AB InBev? Op basis van de koersgrafiek lijkt het er alvast op dat de grootste bierbrouwer ter wereld dringend op zoek is naar een tweede adem. Dat er **uitdagingen** liggen te wachten voor de sector in het algemeen en voor AB InBev in het bijzonder mag duidelijk zijn, maar voor KBC Securities zijn er ook **groeimotoren** die het halfvolle glas kunnen vullen. En daar heeft het jongste kwartaalrapport niets aan veranderd.

Een speciale dag

AB Inbev onder water sinds november 2015

(in %, op basis van total return indexen)



Source: Thomson Reuters Datastream

30 november 2015 was een speciale dag voor AB InBev. Of tenminste voor aandeelhouders die het aandeel tot dan toe in portefeuille hadden, want dat was het **einde van een vlekkeloos beursparcours**. Een grotendeels onafgebroken reeks van jarenlange koerswinsten pompte de **beurswaarde** van 's werelds grootste bierbrouwer op tot een slordige **200 miljard euro**.

Zowat alles wat goed kon lopen, deed dat ook: strategische overnames van concurrerende biermerken, een vlotte en succesvolle integratie van dergelijke projecten in het kernbedrijf, de groei van de wereldmarkt, het aantrekkelijke besteedbare inkomen, dalende rentevoeten die de schuldenberg wat makkelijker verteerbaar maakten, de tijdige intrede in groeimarkten zoals bijvoorbeeld Brazilië, enz.



Concurrenten hebben het nakijken

Vandaag heeft de biergroep een **wereldmarktaandeel van ongeveer 27%** en daarmee is AB InBev **veruit de grootste brouwer ter wereld** (vóór nummer twee Heineken). Zo'n 72% van het biervolume wordt gegenereerd in opkomende markten en de 10 grootste afzetmarkten staan garant voor 80% van de bedrijfskasstroom (EBITDA). Dat wil zeggen dat AB InBev vandaag **meer gediversifieerd** is dan vóór de combinatie met SABMiller; toen waren de top 5 markten nog goed voor 80% van de EBITDA.

AB InBev realiseerde in de voorbije 5 jaar de **hoogste organische omzetgroei van alle belangrijke FMCG-groepen** ('Fast Moving Consumer Goods', zoals Unilever, Nestlé,...) waarvan het gemiddelde op 4,6% ligt. De heer Carlos Brito verdient terecht de titel van "**Mondiale Bierkoning**".

Barsten in het pantser

Sindsdien kwamen er barsten in het eens ongenaakbaar geachte pantser van de groep. Barsten die geenszins verklaard worden door ondermaats management of lamentabele executie, maar wel door **omstandigheden die moeilijk onder eigen controle te brengen zijn**. Vandaag noteert het aandeel zo'n 40% onder het niveau van 30 november 2015, dividenden niet meegerekend.

Waar liep het mis voor de biergroep die in veel van 's werelds grootste afzetmarkten voor bier, zoals de VS, Brazilië en Mexico, een leidende positie inneemt en er ronkende namen zoals Budweiser, Corona en Stella Artois uit het vat of flesje tovert? Analist Wim Hoste ziet 4 belangrijke oorzaken.



(1) Schuldenberg

De **overname van SABMiller** zadelde de groep – net als bij vorige overnames – op met behoorlijk wat schulden. Dat er dus een aantal jaren niet op snelgroeiende dividenden of nieuwe overnames moest worden gehoopt, was van meet af aan duidelijk, maar dit keer **verloopt het tempo van de schuldafbouw wel wat traag**. De verhouding netto financiële schuld ten opzichte van de bedrijfskasstroom (net debt/EBITDA) bedroeg halverwege 2018 een forse 4,9x. Dat is veel, maar niet ondraaglijk.

AB InBev heeft slechts ca. 4,1 miljard dollar aan schulden die tot eind 2019 vervallen en beschikt daarnaast over een **ruime kaspositie van 16,9 miljard dollar** (bij de halfjaarcijfers). Meer dan 90% van de schulden heeft vaste rentevoeten en nagenoeg



alle schulden werden aangegaan in Amerikaanse, Australische en Canadese dollar en Brits ponden. Schulden zijn er niet in onder meer Brazilië, aangezien de kostprijs daar significant hoger is.

(2) Schuldafbouw

Niet de schulden zelf zorgen bij beleggers voor hoofdbreken, maar wel de schuldafbouw. Tot dusver bleef het management vasthouden aan een **minstens stabiel dividend** van 3,60 euro per aandeel, wat wil zeggen dat **80-90% van de vrije cash flow richting aandeelhouders** stroomt, in plaats van richting obligatiehouders. Anders gezegd: veel schuldverlaging is er op die manier niet bij. Dat maakte beleggers zenuwachtig, omdat een omzetvertraging niet veel extra ruimte laat om de buffer volledig aan te spreken.

Bij de bekendmaking van de resultaten voor het derde kwartaal besliste AB InBev evenwel om het **dividend te halveren**, wat een **veel snellere schuldafbouw** mogelijk moet maken. Volgens de inschatting van KBC Securities zal de netto schuldgraad/EBITDA nu afgebouwd worden tot minder dan 3x tegen 2022 tegenover een eerdere inschatting van 3,5x (bij een stabiel dividend).

(3) Grondstoffen



Een bedrijf als AB InBev is natuurlijk afhankelijk van de prijsevolutie van zijn belangrijkste grondstoffen. En die prijzen gingen de voorbije jaren bijna allemaal hoger. Zo kreeg **gerst** af te rekenen met een slechte zomeroogst, waardoor de prijzen sinds juni behoorlijk stegen. Ook de prijs van **aluminium** is belangrijk; de metaalprijs steeg recent onder meer omwille van de handelsbeperkingen van de Amerikaanse President Trump.

KBC Securities is van mening dat de impact van de duurdere grondstoffen belangrijk is, maar even zo goed nog **overdreven werd doorgerekend in de beurskoers**. Enerzijds dekt AB InBev zijn grondstoffenbehoeften doorgaans in voor de komende 12 tot 18 maanden en anderzijds heeft het in het verleden al meermaals aangetoond dat het een solide prijszettingsvermogen heeft. Lees: er is een impact van de kosten die niet kunnen worden doorgerekend op de waardering, maar die is beperkt.

(4) Wisselkoersen

Een deel van de omzet en inkomsten van de groep wordt gehaald uit opkomende en/of ontluikende economieën. De **waardedaling van de munten** in die landen is door een terugval in 2018 ondertussen indrukwekkend te noemen, wat wil zeggen dat de vertaalslag naar in dollar uitgedrukte inkomsten negatief is. Druk op de cash flow en winstontwikkeling, dus, met als boosdoeners vooral de **Argentijnse peso** en de



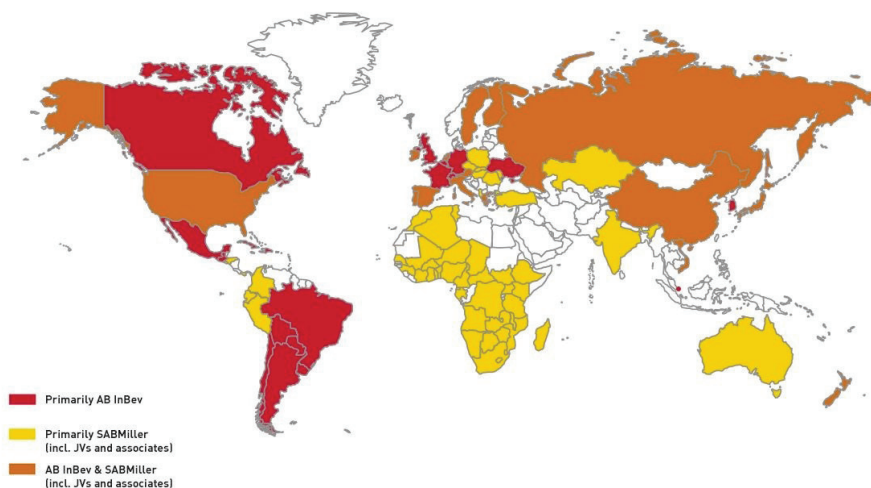
Braziliaanse real. Los daarvan is er ook een **transactierisico**, omdat ongeveer 50% van het grondstoffengebruik in Brazilië bijvoorbeeld in Amerikaanse dollar aangekocht wordt.

Die blootstelling wordt dan wel **afgedekt via hedges**, maar de waardeschommeling van die producten moet natuurlijk wel in de resultaten worden verrekend. Dat is vooral het geval voor de Braziliaanse real en de Mexicaanse peso. Die impact van wisselkoersen tot op vandaag werd door KBC Securities verrekend in het waarderingmodel en zit als dusdanig **in de waardering en het koersdoel verwerkt**.

Groeimotoren

Naast uitdagingen zijn er natuurlijk altijd opportuniteiten. KBC Securities-analist Wim Hoste identificeerde er drie in het bijzonder.

A Largely Complementary Geographic Footprint



(1) Afrika

Dit continent vormt een **grote opportuniteit, zowel in termen van omzet als groei**. Ondanks de overname van SABMiller is het nog steeds zo'n beetje de blinde vlek op de wereldkaart, maar ongeveer de **helft van de wereldwijde bevolkingsgroei zal tot 2050 naar verwachting uit Afrika komen**. Ook het aantal personen boven de wettelijke leeftijd waarop de consumptie van alcohol is toegelaten, zal de komende 10 jaar naar schatting met 29% toenemen. AB InBev mikt in de komende jaren op een **dubbelcijferige omzetgroei**, met EBITDA-marges boven de 50% (die zouden volgens KBC Securities vandaag rond de 45% schommelen).

- **Nigeria:** Met zo'n 196 miljoen inwoners is dit het grootste land van Afrika. Met een gemiddelde leeftijd van minder dan 18 jaar heeft het een **zeer jonge bevolking**, die tegen 2050 richting 410 miljoen inwoners moet



evolueren. De **biermarkt** is er vandaag ongeveer **20 miljoen hl** groot en zal het **komende decennium met ongeveer 50% groeien**. In juli werd in het westen van het land een nieuwe brouwerij geopend. AB InBev heeft er nu 4 brouwerijen.

- **Zuid-Afrika:** AB InBev promoot haar merken in Zuid-Afrika agressief en probeert er zo **Budweiser en Beck's te introduceren**. Het algemene **marktaandeel** van AB InBev bleef vooralsnog vrij stabiel, maar steeg in het **premiumsegment** van 3% naar 22%. En dat premiumsegment omvat ongeveer 9% van de Zuid-Afrikaanse biermarkt.

(2) Technologie

Het management heeft ook ingezien dat er heel wat te rapen valt door **digitalisering te omarmen**.

Eenzijds doet digitalisering haar intrede op vlak van het **contact met de directe klant** (supermarkten, cafés, distributeurs). Zij kunnen rechtstreeks via het onlineplatform van AB InBev of via de telesales-dienst bijbestellen, zonder fysieke tussenkomst van een verkoper (m.a.w. digitale contacten). De volledige relatie met klant en leverancier, de supply chain, data en analysetools worden onder de loep genomen om het aandeel aan **digitale contacten te verhogen** van 40% vandaag naar 70% in 2021. Dat moet volgens AB InBev leiden tot een aanzienlijke **daling van de verkoopkosten per hectoliter**.

Anderzijds is de manier waarop de brouwerijen gerund worden steeds meer gedigitaliseerd: zo zijn de **50 grootste brouwerijen volledig geautomatiseerd en geconnecteerd** om best practices met elkaar te delen.

De uitrol van het "**Connected POC-model**" – waarbij onder andere debietmeters een pak informatie in realtime vastleggen – zou moeten toelaten om in te spelen op on(der)benutte opportuniteiten. Meten om te weten, en om vervolgens te verbeteren. In die context noteren we dat AB InBev **in 2018 WeissBeeger overnam**, een **data-analysebedrijf** uit Israël met zo'n 90 ingenieurs in dienst.

(3) Innovatie

Via **ZX** heeft AB InBev een speciale onderneming in huis die zich enkel richt op **productinnovatie**. Aan grootse plannen geen gebrek, want CEO Pedro Earp wil dat ZX **10% bijdraagt aan de groei** van AB InBev, onder meer door nieuwe e-commercestrategieën, het ontwikkelen van speciale merken en producten en investering in innovatieve start-ups allerhande. Denk hier bijvoorbeeld aan **Hi-Ball**, een leverancier van een natuurlijke energiedrank die vlot 22 miljoen dollar omzet genereert.



Beterschap in vierde kwartaal?



De cijfers over het derde kwartaal werden ondertussen gepubliceerd, daags nadat **Carlsberg** de vooruitzichten voor het hele jaar verhoogde en **Heineken** met weinig inspirerende cijfers kwam. De resultaten die AB InBev publiceerde waren echter **over de ganse lijn ontgoocheld**. De organische omzetgroei bleef met 4,5% ruim onder de consensusverwachting van 6,2% door een zeer beperkte volumegroei van 0,2% tegenover een verwachting van 2%. De volumes ontgoochelden in zowat elke regio. Uitschieters in de negatieve zin waren Brazilië, Argentinië en Zuid-Afrika. Ook de winstgevendheid, traditioneel het sterke punt van 's werelds grootste bierbrouwer, presteerde onder de verwachtingen. **Ondanks de magere cijfers houdt AB InBev wel vast aan de doelstellingen voor 2018** en verwacht een versnelling van de operationele winst in het vierde kwartaal.

Naast de cijfers was het vooral uitkijken naar de plannen van AB InBev met het **dividend**. Onder druk om werk te maken van de schuldafbouw kondigde de groep een **halvering** aan van zowel het interimdividend als het slotdividend. Aan de koersreactie te zien, leek dat voor heel wat beleggers meer dan verwacht.

Investment case, advies en koersdoel KBC Securities

AB INBEV	Advies	KOPEN	Huidige koers	66,82 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	105 EUR
	ISIN code	BE0974293251	Opwaarts potentieel	57,1%
	2017	2018E	2019E	2020E
Winst per aandeel (USD)	4,12	3,48	4,71	5,45
% groei j/j	497,6%	-15,5%	35,2%	15,7%
Koerswinst ratio	18,5x	21,9x	16,2x	14,0x
Bruto dividend (EUR)	3,60	1,80	1,80	1,80
% groei j/j	0,0%	-50,0%	0,0%	0,0%
Dividendrendement (%)	5,4%	2,7%	2,7%	2,7%

De koers van AB InBev staat onder druk en dat zal menig belegger zorgen baren. Het **defensieve goedhuisvaderaandeel** is namelijk in nogal wat portefeuilles aanwezig en dat is niet onterecht.

Op langere termijn heeft het een uitstekende staat van dienst op het gebied van operationele uitmuntendheid en kostenefficiëntie. Sinds de overname van SABMiller heeft het bedrijf een nóg betere gereedschapskist om omzetgroei te realiseren en de topmerken Budweiser, Corona en Stella Artois wereldwijd uit te





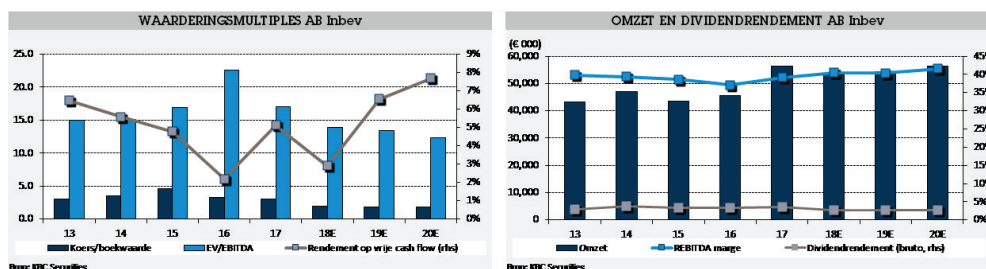
rollen, onder meer via het categoriseringssysteem van SAB. Samen met **investeringen in onder meer 'big data'** moet dit de komende jaren steeds meer resultaten opleveren.

Die groei is vandaag niet zichtbaar en ook de vergoeding voor aandeelhouders moet eraan geloven. Voor analisten is de impact van de nieuwe markten en technologieën vandaag niet zomaar simpelweg te kwantificeren, maar een **optimistische visie op het toekomstpotentieel** van 's werelds grootste brouwer is niettemin de grootste gemene deler tussen analisten en beleggers.

De appelflauwte van het aandeel staat toekomstige groei niet in de weg. Ook daarom heeft KBC Securities een **"Kopen"-advies**. Het **koersdoel** werd weliswaar **verlaagd van 115 naar 105 euro**, wat betekent dat het aandeel een **opwaarts potentieel van dik 60%** heeft. Het bedrijf is en blijft een leidinggevende speler in de traditionele defensieve bierindustrie.

Het koopadvies wordt natuurlijk ondersteund door enkele fundamentele **waarderings-elementen**. KBC Securities verwacht dat de omzet de komende jaren met zo'n 4% zal blijven groeien, terwijl ook de bedrijfskasstroom zal aandikken.

De extra cash wordt voortaan verdeeld tussen schuldafbouw en de uitkering aan de aandeelhouder, dat laatste via een dividend dat op basis van de huidige schattingen zo'n **2,5% brutorendement** oplevert.



Aan een **verwachte koerswinstverhouding van 15,8x en 13,8x voor resp. 2019 en 2020** is het aandeel sowieso al niet erg duur, terwijl ook de EV/EBITDA verhouding (13,3x en 12,4x, resp.) ver onder het historische niveau liggen. Dat wijst erop dat **beleggers geen of weinig rekening houden met groei en in overdreven mate risico toekennen aan de evolutie van zowel munten, grondstoffen, als winstgevendheid.**

Expert aan het woord

Tot slot polste collega Tom Simonts in een **interview met analist Wim Hoste** naar diens **visie op AB InBev** en de recente evolutie van het aandeel. In onderstaand videofragment komt u onder meer te weten waarom de koers van AB InBev al enige tijd onder druk staat, of de reactie van de markt al dan niet overdreven is, waarom de groep het dividend verlaagt, in welke mate AB InBev onderhevig is aan grondstoffenprijzen en wisselkoerseffecten, wat de belangrijkste groeimotoren zijn en of het beste voor AB InBev nog moet komen.



Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.