

Beurs bij de Lunch

AANDELENFOCUS

(Deze ideeën zijn adviezen van KBC Securities. Voor uitleg adviezen: zie legende)

Heineken

"SABMiller wil grootste brouwer ter wereld worden"

Advies:	KOPEN	Huidige koers:	59.43 EUR
Naam analist:	Wim Hoste	Koersdoel:	62 EUR
ISIN code:	NL0000009165	Opwaarts potentieel:	4.3%

	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>
Winst per aandeel (EUR)	5.13	2.37	2.83	3.14
% groei j/j	109.8%	-53.8%	19.2%	11.1%
Koerswinst ratio	11.6x	25.1x	21.0x	18.9x
Bruto dividend (EUR)	0.89	0.89	1.00	1.10
% groei j/j	7.2%	0.0%	12.4%	10.0%
Dividendrendement (%)	1.5%	1.5%	1.7%	1.9%

Heineken is de grootste bierbrouwer van Europa en de derde grootste op wereldvlak. Het bedrijf is de laatste jaren snel gegroeid door een aantal overnames, waarvan de belangrijkste de gedeeltelijke overname van Scottish&Newcastle, FEMSA Cerveza en Asia Pacific Breweries (APB) zijn. De belangrijkste internationale merken van de groep zijn Heineken en Amstel.

Geruchten over een overnamebod op Heineken beheersten gisteren de wandelgangen van roddelland en dat bleek uiteindelijk nog te kloppen ook. SABMiller heeft inderdaad een voorstel tot overname besproken met de families die Heineken controleren. Dat bevestigde de Nederlandse brouwer gisteren in een persbericht. Het aandeel koerste in de ochtendhandel hoger en passeert daardoor de 60 euro grens. De winst van 1,4% blijft wel erg bescheiden.

Na de toenaderingspoging van SABMiller heeft Heineken rond de tafel gezeten met Heineken Holding (die de grootste aandeelhouder is van Heineken en gecontroleerd wordt door de Heineken familie). De familie verwierp het bod al bij al vrij snel. In het persbericht vermeldde de familie dat het SABMiller, Heineken en Heineken Holding hun intentie heeft meegedeeld om "het erfgoed en de identiteit van Heineken als onafhankelijk bedrijf" verder te beschermen. De Heineken familie en het management zijn ervan overtuigd dat het bedrijf ook in zijn eentje verdere groei en aandeelhouderswaarde kan creëren.

CONCLUSIE

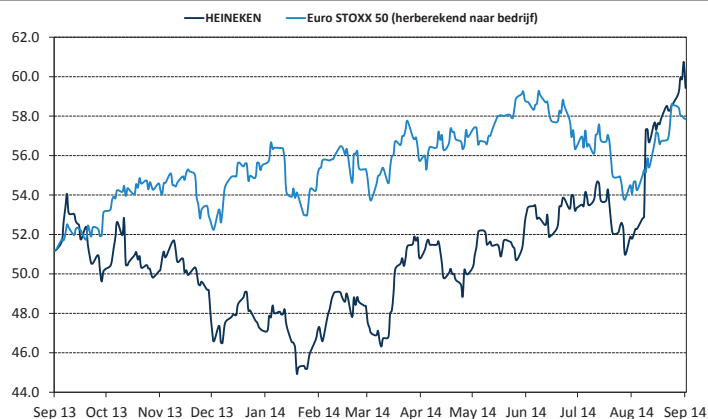
Een fusie tussen SABMiller en Heineken zou de tweede grootste en derde grootste brouwer ter wereld hebben gecombineerd waardoor op basis van de volumes de grootste brouwer ter wereld ontstaan zou zijn. Ook al zouden er overlappingsen en mededingingsproblemen ontstaan door de fusie (onder andere in het Verenigd Koninkrijk, Nigeria en enkele landen in Centraal en Oost Europa), toch zou dit de positie van Heineken en SABMiller niet verzwakt hebben. Integendeel zelfs.

"Zonder toestemming van de meerderheidsaandeelhouder Heineken Holding zal de fusie niet kunnen doorgaan", weet analist Yves Franco. "Beleggers die willen inspelen op een overname van Heineken kunnen investeren in de holding in de hoop de korting tegenover de intrinsieke waarde te zien verdwijnen. Op het niveau van de holding bevinden zich geen schulden, dus op dat vlak is er geen hefboom". Op basis van de slotkoersen van gisteren bedroeg de korting 10.37%, wat een fractie onder het tweejaarlijks gemiddelde van 11.30% is.

Analist Wim Hoste stipt aan dat het nieuws de overnamespeculatie op SABMiller door AB Inbev deed oplaaien (deze kwestie vindt u iets verder in onze aandelenfocus). Toch kan de vrijage van SABMiller gezien worden als een defensief maneuver om de aandacht van AB Inbev op SABMiller weg te leiden. Voorlopig ziet KBC Securities de aandelenkoers van Heineken ondersteund door het bod van SABMiller en daardoor herhaalt analist Wim Hoste zijn koopadvies met koersdoel van 62 euro.

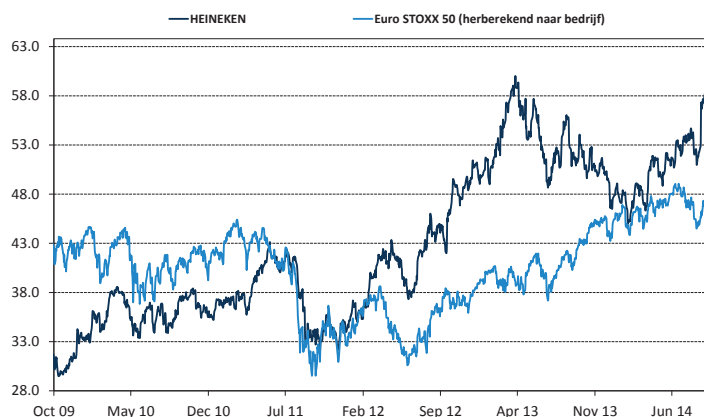
Beurs bij de Lunch

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



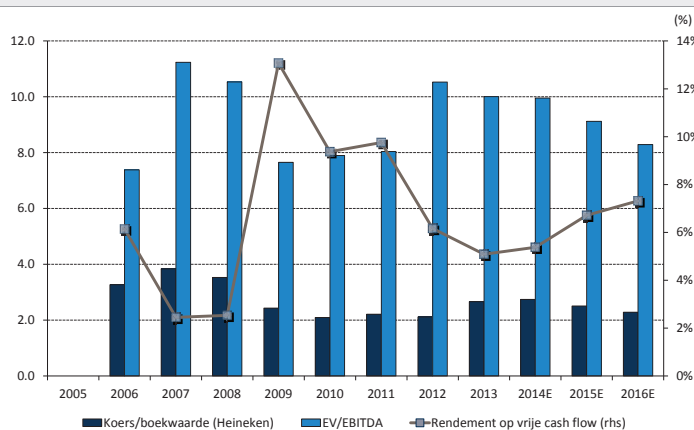
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



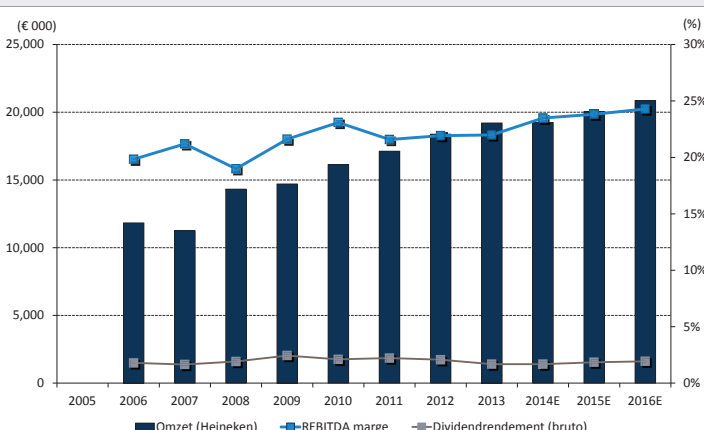
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

RENTABILITEIT EN DIVIDEND YIELD



Bron: Bolero, KBC Securities

Beurs bij de Lunch

Heineken Holding

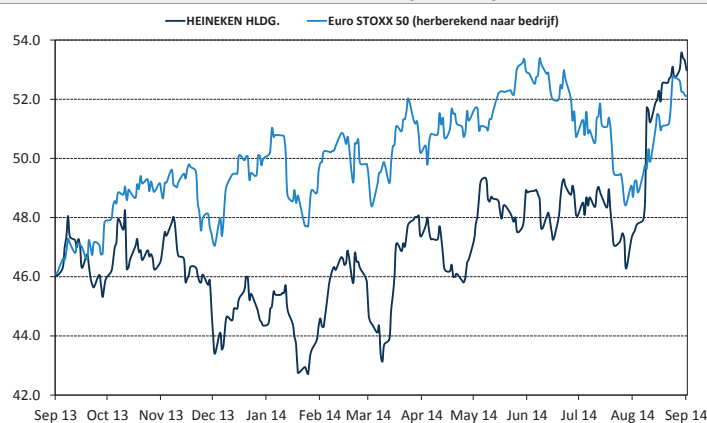
"Moederbedrijf van Heineken loopt ook in de kijker"

Advies:	KOPEN	Huidige koers:	52.98 EUR
Naam analist:	Yves Franco	Koersdoel:	55 EUR
ISIN code:	NL0000008977	Opwaarts potentieel:	3.8%

	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>
Winst per aandeel (EUR)	5.13	2.37	-	-
% groei j/j	338.9%	-53.8%	-	-
Koerswinst ratio	10.3x	22.3x	-	-
Bruto dividend (EUR)	0.89	0.89	0.97	1.01
% groei j/j	7.1%	-0.9%	9.4%	4.3%
Dividendrendement (%)	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%

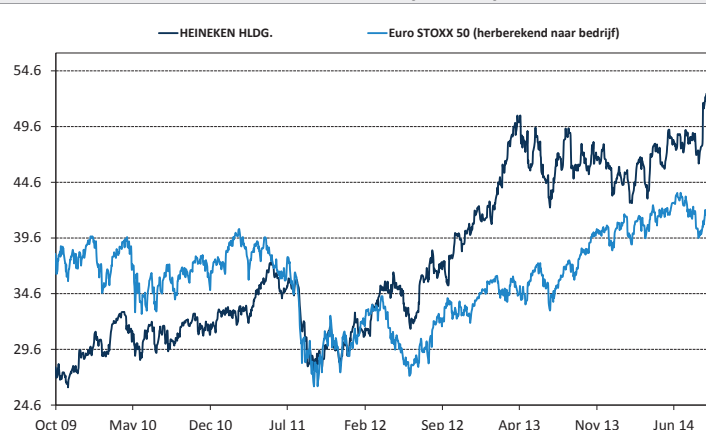
Heineken Holding is de groep boven Heineken. De holding profileert zich sinds 1952 als manager en controleorgaan van Heineken's management. Heineken Holding zorgt voor de nodige stabiliteit om de lange-termijn doelstellingen van Heineken te realiseren.

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



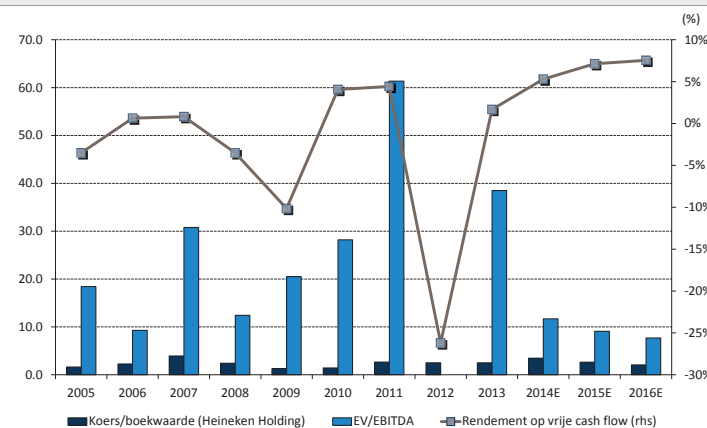
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



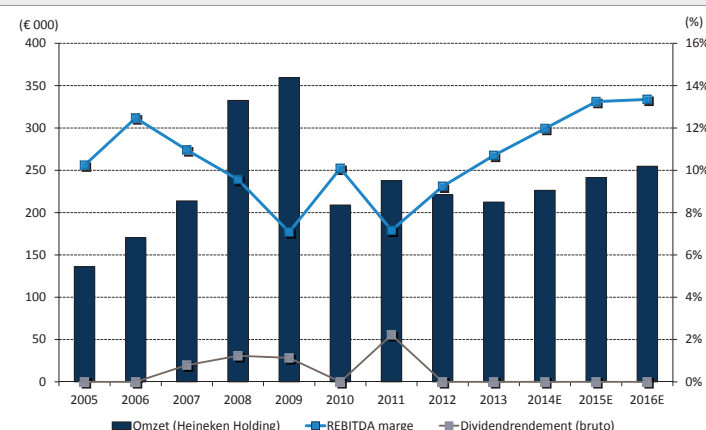
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

RENTABILITEIT EN DIVIDEND YIELD



Bron: Bolero, KBC Securities

Beurs bij de Lunch

SOM-DER-DELEN MODEL

Portfolio	BB	Last price (€)	# shares	Stake (%)	% of NAV	Value (€m)
Heineken	HEIA NA	60.24	288,011,848	50.00%	100.0%	17,349.83
Portfolio					100.0%	17,349.83
Net cash					0.0%	0.00
Adjusted equity value					100.0%	17,349.83
Number of shares (outstanding)						288,011,848
Treasury shares (for remuneration purposes, resale, collateral,...)						0.0% 0
Treasury shares (available for cancellation)						0.0% 0
Number of shares (for per share calculation)						288,011,848
Heineken Holding last price						54.28
Adjusted equity value p.s.						60.24
Current discount						9.89%
KBCS target prices						Heineken 62
Target equity value						17,856.73
Target equity value p.s.						62.00
Discount to target equity value						12.45%

KBCS has a BUY recommendation and a € 55 target price.

The upside potential versus a stock price of € 54,28 equals 1,33%.

The implied discount of our € 55 target price vs. the target equity value is 11,29%.

Bron: Bolero, KBC Securities

Beurs bij de Lunch

"Combinatie ABInbev/SABMiller interessanter dan ooit"

AB InBev

Advies:	OPBOUWEN	Huidige koers:	85.76 EUR
Naam analist:	Wim Hoste	Koersdoel:	87 EUR
ISIN code:	BE0003793107	Opwaarts potentieel:	1.4%

	2012	2013	2014E	2015E
Winst per aandeel (USD)	4.54	8.97	5.56	5.84
% groei j/j	23.7%	97.5%	-38.0%	5.0%
Koerswinst ratio	24.4x	12.4x	20.0x	19.0x
Bruto dividend (EUR)	1.70	2.05	2.30	2.50
% groei j/j	41.7%	20.6%	12.2%	8.7%
Dividendrendement (%)	2.0%	2.4%	2.7%	2.9%

Na een reeks fusies en overnames zoals de transacties met Labatt's, AmBev, Anheuser-Busch en Grupo Mexico is AB InBev vandaag 's werelds grootste brouwer, met een jaarcapitaal van meer dan 400 miljoen hectoliter. De groep heeft een merkenportefeuille van meer dan 200 merken met als belangrijkste internationale merken Budweiser, Corona en Stella Artois. De belangrijkste landen waar AB InBev vertegenwoordigd is zijn de Verenigde Staten van Amerika, Brazilië, Mexico en China.

Het bericht dat SABMiller sectorgenoot Heineken benaderd heeft met een overnamevoorstel zet de brouwerijaandelen vandaag in de kijker. KBC Securities-analist Wim Hoste bekeek wat de ongevraagde uitnodiging van SABMiller betekent voor AB InBev. Volgens Wim Hoste zou een succesvolle overname van Heineken door SABMiller een sterkere concurrent vormen voor AB InBev. Die laatste zou op het niveau van de EBITDA-generatie weliswaar de grootste blijven, maar moet op het niveau van verkochte volumes wel de duimen leggen.

De paringsdans van SABMiller is mogelijk ook een defensieve reactie om de interesse van AB InBev af te blokken. Er zijn namelijk al langer kwatongen die beweren dat AB InBev belangstelling heeft voor SABMiller, maar Wim Hoste onderstreept dat een combinatie van de SABMiller en Heineken meer dan ooit tot de mogelijkheden behoort. Hij verwijst daarvoor naar de gestegen omvang van AB InBev na de volledige overname van Gruppo Modelo en naar de versterking van de balans (de ratio nettoschuld op EBITDA zou begin 2015 2 bedragen).

Op basis van een volledige overname in cash en rekening houdend met een premie van 25% bovenop de slotkoers van SABMiller vorige week vrijdag zou de nettoschuld zo'n 6,5x de EBITDA bedragen per einde 2014. De KBC Securities-analist gaat er echter van uit dat een dergelijke transactie op de Amerikaanse mededingingsautoriteiten zal botsen. Indien het 58%-belang in MillerCoors zou verkocht worden (voor 10,5 miljard dollar of ongeveer 11x EV/EBITDA) en ook het belang van SABMiller in CRSnow van de hand wordt gedaan (3,5 miljard dollar of een geschatte 15x EV/EBITDA) zou de ratio nettoschuld op EBITDA voor AB InBev op 6,2x uitkomen. Dit lijkt te hoog om zonder een kapitaalverhoging door te slikken.

Het beeld zou er echter totaal anders uit zien indien de huidige referentieaandeelhouders van SABMiller (Altria 27%, Bevco 14%) bij een overname aandelen AB InBev zouden accepteren in plaats van cash. In zo'n geval zou de ratio nettoschuld op EBITDA na de overname van SABMiller (en inclusief de eerder vermelde desinvesteringen) op 4,3x uitkomen, wat voor Wim Hoste perfect aanvaardbaar is.

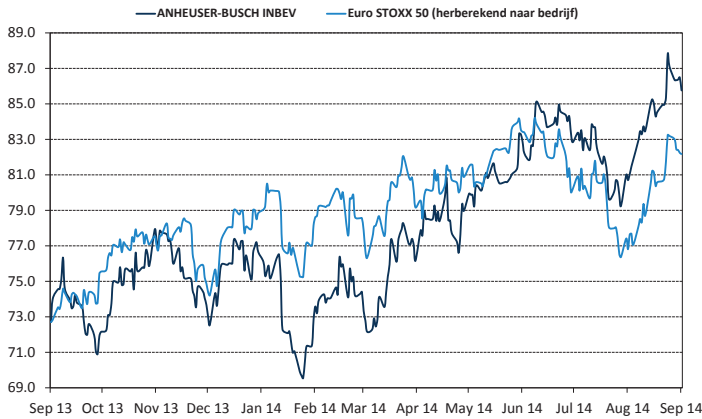
Wim stipt echter aan dat SABMiller naast Heineken (dat een ondernemingswaarde heeft van vlot 45 miljard euro) nog andere ijzers in het vuur heeft om de overname door AB InBev te bemoeilijken. Zo zou het Turkse Efes volledig kunnen overgenomen worden (het 76%-belang dat het nog niet in handen heeft wordt op 6 miljard dollar geschat, inclusief overnamepremie) of Castel (ruw geschat 25 tot 30 miljard dollar voor het 80%-belang dat nog niet in Nederlandse handen is). Indien Altria en Bevco een transactie met AB InBev-aandelen genegen zouden zijn, wat verre van zeker is, zouden transacties met Efes noch Castel groot genoeg zijn om AB InBev buiten de poorten te houden.

Beurs bij de Lunch

CONCLUSIE

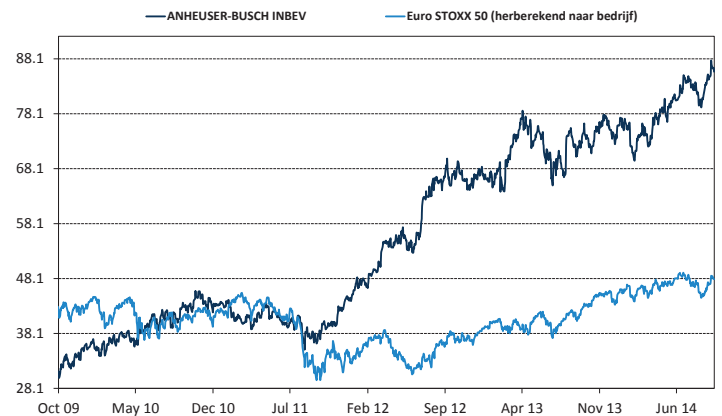
Wim Hoste bevestigt het 'opbouwen'-advies met een koersdoel van 87 euro. Maar gezien de recente prestatie van het aandeel en op basis van de huidige waardering ziet de KBC Securities-analist meer opwaarts potentieel in Heineken (onder meer omwille van de toegenomen overnamespeculatie).

KOERSVERLOOP (1 JAAR)



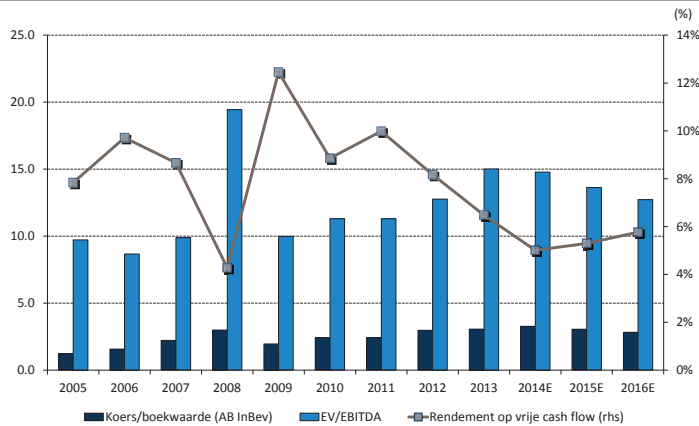
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

KOERSVERLOOP (5 JAAR)



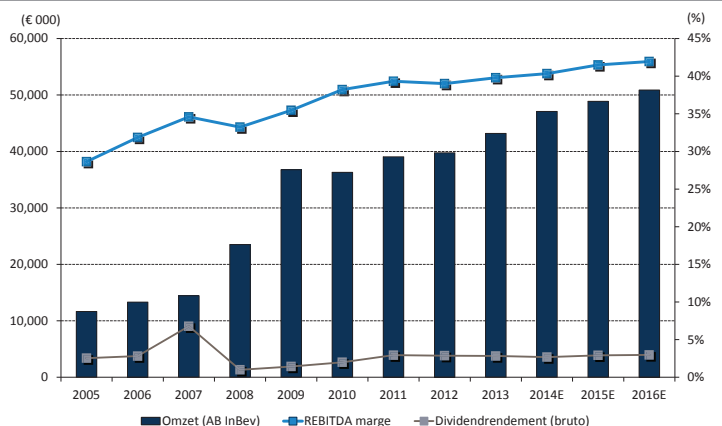
Bron: Bolero, Thomson Reuters Datastream

WAARDERINGSMULTIPLES



Bron: Bolero, KBC Securities

RENTABILITEIT EN DIVIDEND YIELD



Bron: Bolero, KBC Securities