

**Heineken is een achterblijver** Advies: VerkopenKoers: € 53,34

## Conclusie:

- Structurele problemen beperken mogelijkheden omzetgroei
- Kostenbesparingen blijven belangrijk voor verbetering resultaat
- Europa kan weinig bijdragen aan toekomstige winstgroei
- Heineken moet zich meer inspannen om zijn positie in de opkomende markten te versterken
- Met een k/w van 18 vinden wij het aandeel te duur.
- Kopen tot €45,- verkopen boven €51,-

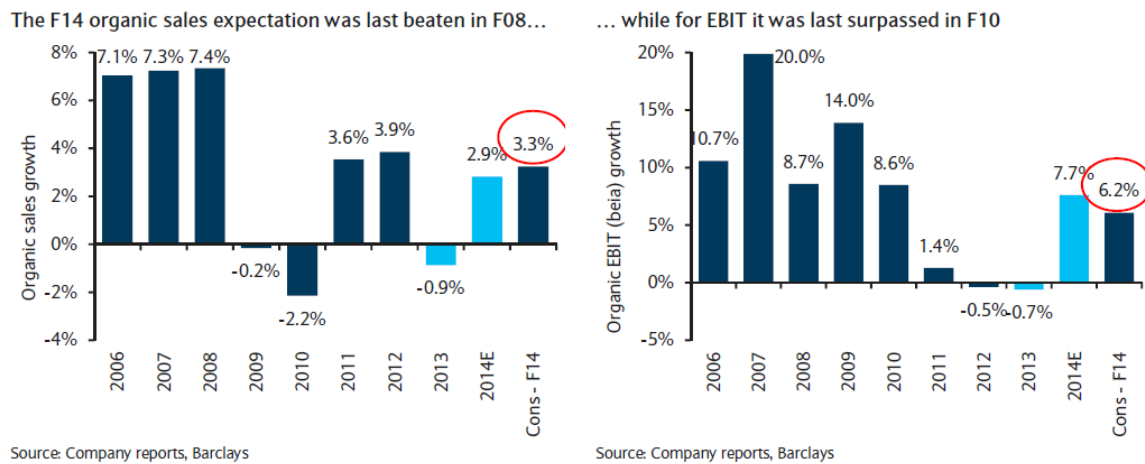


## Bedrijfsprofiel

Heineken is een Nederlandse multinational in de bier- en drankensector en is wereldwijd actief. Heineken behoort tot de grootste brouwerijen van de wereld, na o.a. het Amerikaans-Belgische Anheuser-Busch InBev en het van oorsprong Zuid-Afrikaanse SABMiller. De productie vindt plaats in meer dan honderd brouwerijen verdeeld over een 70-tal landen. Daarnaast opereert Heineken via exportactiviteiten en licentiepartners. Ruim de helft van de afzet vindt plaats in Europa. Het bedrijf Heineken ontstond op 15 februari 1864 toen de 22-jarige Gerard Adriaan Heineken brouwerij 'De Hooiberg' in Amsterdam kocht. Na de Eerste Wereldoorlog richtte de firma zich steeds meer op export. In 1968 fuseerde Heineken met de grootste concurrent, het eveneens Amsterdamse Amstelbier. Gerard Adriaan Heineken's kleinzoon, Alfred Henry (Freddy) Heineken (1923-2002), heeft Heineken verder als brouwerij en tot internationaal concern uitgebouwd.

## Crisis eist zijn tol

Figuur 1 Heineken heeft moeilijke jaren achter de rug



De crisisjaren zijn niet vriendelijk geweest voor de brouwers van Heineken. Zoals uit bovenstaande figuur spreekt, was 2008 het laatste jaar, dat de bierbrouwer zijn beleggers verraste met een sterke omzetgroei. Het afgelopen jaar, 2013, was en is misschien wel het voorlopig dieptepunt in de recente geschiedenis van het bedrijf. Over heel de linie was er teruggang. De organische omzet van het moederbedrijf daalde licht met 0,9%. De nettowinst daalde maar liefst met 4,6% en kwam uit op € 1,585 miljard. Ook het aantal verkochte hectoliters daalde en wel met 2,7%. De tegenvallende resultaten waren vooral te wijten aan zwakke prestaties in Europa en dan met name in West Europa, waar een laag consumentenvertrouwen en strenge bezuinigingsmaatregelen van de diverse overheden de burger deed besluiten de hand op de knip te houden. De omzet daalde er met 2,2%. Oost Europa ging het evenmin economisch voor de wind en in Rusland werden de regels voor de distributie van drank strenger. Het resulteerde in een omzet verlies van 2,1%. Daar kwam nog bij, dat de Opkomende Markten ook teleurstelden. In de jaren daarvoor compenseerden die landen de tegenvallers in de kernregio. Daar was dit keer amper sprake van met dalende volumes in Afrika en de America's.

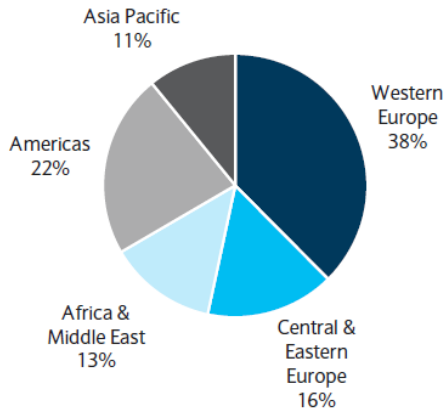
De echte meevaller voor Heineken was is te vinden aan het front van de bezuinigingen. Voor 2013 stond een bedrag van € 210 miljoen aan bezuinigingen in de boeken. Uiteindelijk kwam er een bedrag van € 300 miljoen aan bezuinigingen uitrollen. Een deel van die bezuinigingen is waarschijnlijk deel geworden van het nettoresultaat. Heineken heeft zich de afgelopen jaren ontwikkeld tot een kampioen kosten besparen! Zo zeer zelfs, dat het streven naar nog meer efficiency onderdeel van de dagelijkse strategie is geworden.

### Structurele problemen bij Heineken

Hoewel ook concurrenten als Anheuser-Busch (ABI) en SABMiller klaagden over moeilijke marktomstandigheden, waren hun resultaten over 2013 aanmerkelijk beter dan die van Heineken. Die zwakkere prestaties van Heineken zijn ook terug te zien in de waarderingen. Heineken doet al langere tijd een discount van 10% - 15% ten opzichte van de concurrentie.

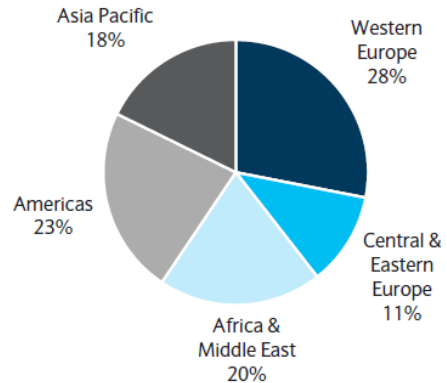
Figuur 2 Europa biedt weinig perspectief

HEIA's Sales breakdown



Source: Company reports, Barclays

HEIA's EBIT breakdown

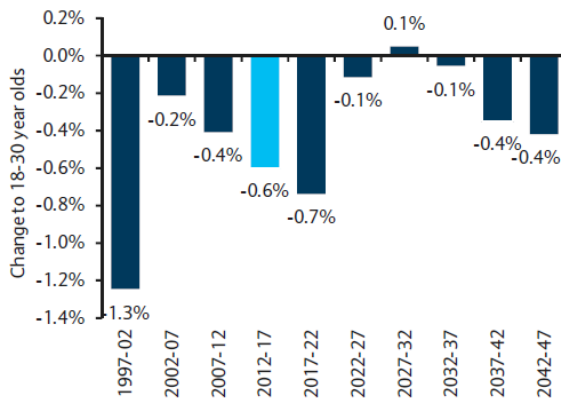


Source: Company reports, Barclays

Dat zal waarschijnlijk niet snel veranderen, want de brouwers uit Amsterdam kampen met enkel structurele problemen. Het eerste en belangrijkste probleem heet Europa, waar meer dan 50% van de omzet en 40% van zijn winst vandaan komt. De kans dat deze getallen nog verder gaan groeien zijn klein. De consumptie van bier ligt met 65 liter per hoofd tweemaal zo hoog als in de rest van de wereld. Dat betekent feitelijk, dat de kansen op nog meer omzet en winst in Europa gering zijn. Daar komt nog bij, dat voor Heineken de demografische kaart in Europa zich heel ongunstig ontwikkelt. De belangrijkste groep potentiële bierdrinkers, die in de leeftijdsklasse van 18 – 30 jaar, gaat komende jaren krimpen. Daar komt nog bij dat veel babyboomers het glas bier laten staan ten faveure van wijn. De kans dat met het aflopen van de crisis er een fors herstel van de omzet zal komen, lijkt daarmee gering. Hetzelfde geldt voor de marges. De crisis heeft duidelijk gemaakt hoe groot de macht van de winkelketens is als het om prijsvorming gaat. Bier blijkt in de praktijk meer een meer een stuntartikel voor deze winkelketens om klanten te lokken. Onnodig om te zeggen, dat deze trend niet bepaald bevorderlijk is voor de marges.

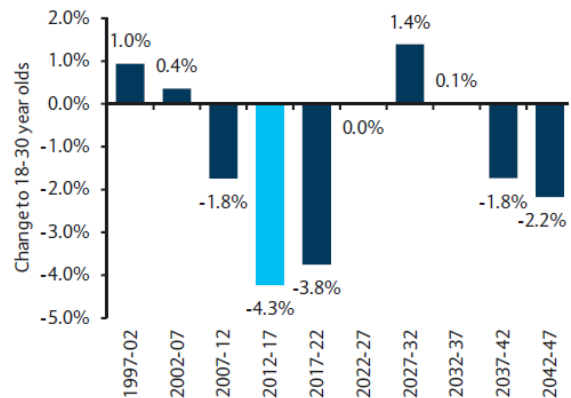
Figuur 3 Demografische ontwikkeling van Europa is negatief voor Heineken

Western Europe demographics are unfavorable with a -0.6% decline in 18-30 year olds in 2012-2017



Source: US Census Bureau

Eastern Europe is witnessing a larger population drag with 18-30 year olds falling by c.4% in 2012-2017

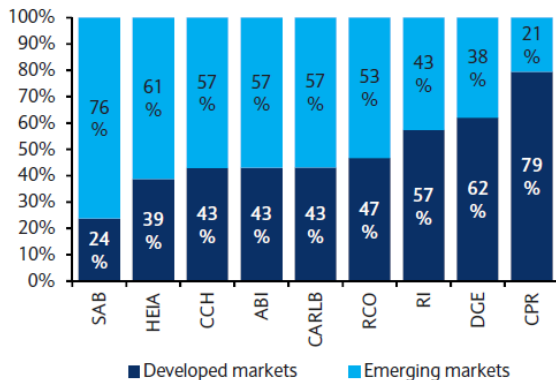


Source: US Census Bureau

Zullen de zogeheten Emerging Markets in staat zijn de tekortkomingen van Europa te compenseren? Op het eerste gezicht is dat zeker het geval. Heineken behaalt meer dan 60% van zijn EBIT uit deze markten. Met dat percentage hoeft het bedrijf alleen SAB Miller voorrang te verlenen. Die behaalt 76% van zijn EBIT in de Opkomende Markten. ABI en Carlsberg blijven steken op 57%. Als we echter naar de margeontwikkeling kijken, dan ziet

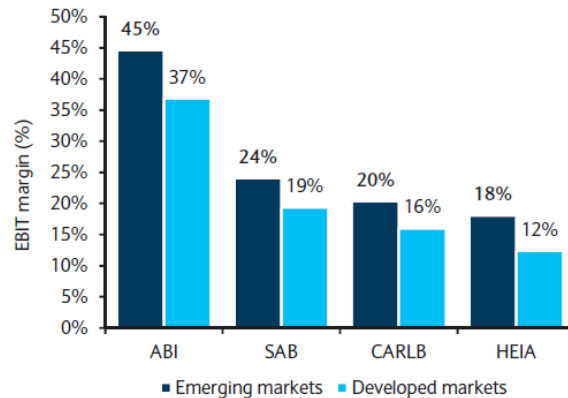
Figuur 4 Winstgevendheid moet beter

While Heineken has a good emerging market exposure (F14e)



Source: Company reports, Barclays

... the level of EM profitability is much lower vs. peers (F14e)



Source: Company reports, Barclays

het beeld er ineens een stuk minder florissant uit. Heineken blijft in dat opzicht behoorlijk achter bij de concurrentie. De kans dat dit op korte termijn kan verbeteren, is niet zo groot. Heineken is weliswaar in heel veel Opkomende Landen aanwezig, maar heeft vaak op lokaal niveau te weinig schaal om echt een vuist te kunnen maken om prijzen te kunnen verhogen. Heineken lijkt zich overigens terdege bewust van zijn tekortkomingen in Afrika. Het bedrijf gaat de komende jaren \$ 500 miljoen investeren in dat continent om meer profijt te kunnen trekken uit de sterke bevolkingsgroei en de snel uitdijende middenklasse. Daarbij besteedt Heineken veel aandacht aan het opbouwen van een sterke regionale positie door lokale bieren te promoten!

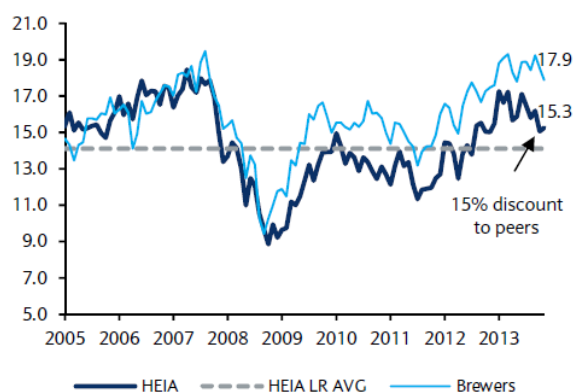
## Outlook

Hoewel Heineken in het 3<sup>de</sup> kwartaal van 2013 met een winstwaarschuwing kwam, was er in het vierde kwartaal al sprake van een duidelijk herstel. Dat zette zich door in het eerste kwartaal van 2014. Toch waren de cijfers nog niet overtuigend. Op een *like-for-like* basis groeiden volumes met 1,5% naar 38,2 miljoen hectoliter, maar de markt was uitgegaan van een groei tot 40,3 miljoen hectoliter. De geconsolideerde omzet groeide in het eerste kwartaal 2014 met 3,4% tot een bedrag van € 4,04 miljard. Maar de markt was uitgegaan van een groei tot een bedrag van € 4,24 miljard. De verbeterde cijfers ten opzichte van het eerste kwartaal van 2013 waren vooral te danken aan het herstel in Afrika, Europa en in mindere mate de America's. Azië en Rusland blijven echter voorlopig zorgenkindjes.

De uitkomsten zijn echter wel in lijn met de eerder uitgesproken verwachtingen door het management. Dat voorzag in februari van dit jaar een groei van de omzet op een *like-for-like*

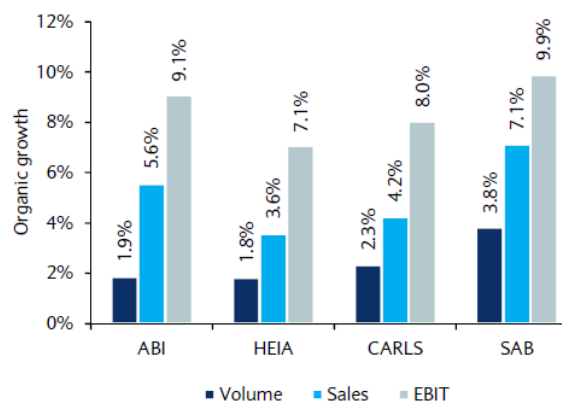
Figuur 5 Heineken is een achterblijver

Heineken is trading on a 15% discount to peers...



Source: DataStream

... justified by its lower relative growth outlook vs. peers



Source: Barclays

basis en eventuele negatieve valutaffecten niet meegerekend. Ook bij het management zijn voor de korte termijn de verwachtingen niet hooggespannen. Gelet op de structurele problemen, waar Heineken komende tijd mee blijft kampen, zal de omzetgroei beperkt blijven tot 3% - 4%, zo denken de analisten van Barclays. De peers van Heineken groeien met 5% - % beduidend harder. De groei van de winst zal mede bepaald worden door het succes van Heineken om steeds maar weer de kosten te verlagen. Uit figuur 5 spreekt ook, dat er momenteel goede alternatieven voor Heineken zijn. We raden daarom aan eerst naar de concurrentie te kijken alvorens te besluiten Heineken niet of wel te kopen. Onze voorkeur gaat niet uit naar Heineken!

Figuur 6 Kerncijfers Heineken

Heineken	2013A	2014E	2015E	2016E
Revenues	19,2	19,095	19,885	20,713
% groei		-0,5%	4,1%	4,2%
EBITDA	4,257	4,354	4,623	4,909
% groei		2,3%	6,2%	6,2%
Ebit	2,941	3,017	3,231	3,459
% groei		2,6%	7,1%	7,1%
Pre-taks income	2,487	2,749	3,011	3,298
% groei		10,5%	9,5%	9,5%
Net income	1,585	1,691	1,851	2,041
% groei		6,7%	9,5%	10,3%
WpA	2,75	2,94	3,21	3,54
% groei		6,9%	9,2%	10,3%
DpA	0,89	0,73	0,81	0,89
% groei		-18,0%	11,0%	9,9%
Rendement %	1,8	1,5	1,6	1,8
EBITDA margin	22,2%	22,8%	23,2%	23,7%
Ebit margin	15,3%	15,8%	16,2%	16,7%
Pre-taks margin	13,0%	14,4%	15,1%	15,9%
Net margin	8,3%	8,9%	9,3%	9,9%
K/W	18,4	18,1	16,6	15,1