

AB Inbev versus Heineken



Beste Belegger,

Regelmatig krijg ik de vraag om bedrijven in dezelfde sector te vergelijken. Daarom vandaag een analyse over de titanenstrijd tussen de twee grootste bierbrouwers op deze planeet, AB Inbev en Heineken. Deze analyse is gestoeld op mijn beleggingsfilosofie en deze wil ik dan ook graag kort delen.

Mijn beleggingsfilosofie is:

- ✓ koop sterke bedrijven met groeimogelijkheden
- ✓ aangestuurd door geweldig management
- ✓ betaal niet te veel
- ✓ wees geduldig

Wil je meer leren over beleggen check dan mijn website. Bel of e-mail gerust voor vragen. Voor nu wens ik je veel lees plezier toe.

Met beleggende groet,

Rowan Nijboer

13 april 2020

AB Inbev versus Heineken

Is het glas half vol of half leeg voor de 2 grootste bierbrouwers ter wereld?

AB INBEV	HEINEKEN
Koers: \$ 48,90	Koers: € 75,10
Beurs: New York Stock Exchange	Beurs: Euronext AEX Amsterdam
ISIN code: US03524A1088	ISIN code: NL0000009165
Koers 52 weken (laag/hog): 102,7 / 32,6	Koers 52 weken (laag/hog): 105,0 / 68,8
Website: https://www.ab-inbev.com	Website: https://www.heineken.com
Dividendrendement: 4,1%	Dividendrendement: 2,2%

Biertje?

Nu de terrassen in het voorjaar gesloten zijn kunnen we vanuit een ander perspectief, namelijk dat vanuit de belegger, naar bier kijken. We kijken diep het glas in en focussen ons op de twee grootste bierbrouwers ter wereld. De Nederlandse trots Heineken versus de van oorsprong Belgische combinatie AB Inbev. Toch nog een klassieker dit voorjaar!



Hierboven een tussenstand wat betreft de beurskoersen van de afgelopen 5 jaar van beide titanen. De licht blauwe en bovenste is Heineken en heeft duidelijk beter gepresteerd dan de donker blauwe onderste lijn van AB Inbev. Echter per saldo is de beurskoers van Heineken de afgelopen 5 jaar gelijk gebleven. Aandeelhouders van AB Inbev bleven helemaal met een kater achter, de beurskoers daalde 61%.

Bier is toch altijd een defensieve belegging? De bierverkoop gaat toch altijd door? Ja, met uitzondering van de afgelopen maand is de bierverkoop altijd doorgegaan. In een economische crisis zoals 2008 wordt er door het volk niet op bier bezuinigd. Blijkbaar is het een noodzakelijk goed.

Waarom dan die matige prestaties?

Beide hebben natuurlijk op de eerste plaats een flinke klap gekregen door corona. Beide worden midscheeps getroffen. Van de totale bierverkoop gaat er ongeveer 30% via de supermarkten. De overige 70% via de horeca/evenementen en ligt erbij als dood bier. Je kan zelf de impact hiervan op de beurskoers zien. Dit is echte pijn.

De dramatische prestaties van AB Inbev hebben nog een andere verklaring. Het bedrijf heeft namelijk in 2016 de toenmalige nummer 2 op de wereldwijde biermarkt SAB Miller overgenomen. Een deal die strategisch vrij logisch is vanwege de geografische spreiding. Echter, met € 94 miljard is simpelweg veel te veel betaald. Hier kom ik later nog op terug.

Terug naar de basis, wat doen beide bedrijven?

Regel 1: beleg alleen in wat je begrijpt. Voor wat betreft beide bierbrouwers lijkt dit simpel, ze verkopen bier. De bedrijven lijken in eerste instantie sterk op elkaar. Ze verkopen beiden in vrijwel alle landen ter wereld bier.

Hier een plaatje van de bieren die onder de Heineken paraplu vallen.



Hier een deel van de line-up van AB Inbev.



ABInBev

Onderstaand plaatje geeft een indruk van de grootste biermerken met bijbehorende omzet in de wereld. Van de 10 grootste merken in de wereld zijn er maar liefst 4 (Budweiser, Budlight, Harbin, Brahma, Skol deels) van AB Inbev. Heineken heeft alleen Heineken en 40% van Snow. Schaalgrootte en de daarbij behorende distributievoordelen zijn wezenlijk in de bierindustrie. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de veel hogere winstmarges van AB Inbev ten opzichte van Heineken. 1-0 voor AB Inbev.



Is de wereld al verdeeld of is er nog groei mogelijk?

Een voorwaarde voor een succesvolle belegging op lange termijn is ook dat er op de lange termijn groei van de omzet mogelijk is. Zonder groei van de omzet is de winst immers gemaximaliseerd. Ondanks dat de gezamenlijke omzet van beide bedrijven afgelopen jaar omgerekend € 77 miljard was is dat slechts circa 12% van de wereldwijde totale biermarkt. Dus het vat lijkt hier nog lang niet leeg.

Competitief voordeel

Beide bedrijven profiteren van hun lokale en wereldwijde sterke merken. Bovendien profiteren beide bedrijven als nummers één en twee van de wereldmarkt duidelijk van schaalvoordelen. In andere woorden, de kostprijs per biertje is normaal gesproken lager als je meer produceert. De belangrijkste kostenvoordelen zitten in de inkoop, productie en distributie. AB Inbev heeft hier een kleine voorsprong. Het verschil is duidelijk zichtbaar in de veel hogere brutowinst marges (EBITDA). Bij AB Inbev blijft van elke euro omzet 40% over en bij Heineken 25%. 2-0 voor AB Inbev.

Management

Ondanks dat de familie Heineken geen leiding geeft aan het bedrijf is de familie met een meerderheidsbelang wel de baas. De familie zorgt ervoor dat Heineken geen onverantwoorde risico's neemt. Overnames worden wel gedaan maar er wordt minder scherp aan de wind gezeild dan bij AB Inbev.

Opmerkelijk is verder de CEO van AB Inbev Carlos Brito. Gelieerd aan de private equity partij 3G Capital hanteert Brito een interessante managementstijl. Ik las er het boek de '3G Way' over. In de kern komt het erop neer om kosten die niet direct bijdragen aan de omzet zoveel mogelijk weg te snijden. Dus niet bezuinigen op marketing. Een paar jaar geleden was de wereld nog fan van de 3G Way maar nu zijn er twijfels of er niet te veel in de kosten wordt gesneden. Teveel in de kosten snijden kan de groei op de lange termijn in gevaar brengen. En de afgelopen paar jaar hapert daadwerkelijk de groei bij AB Inbev.

Bedrijven waarbij de familie investeert voor de lange termijn en wil groeien tegen lage risico's hebben duidelijk de voorkeur. Heineken scoort, maar nog steeds 2-1 voor AB Inbev.

Waardering

Welk aandeel is nu het beste voor de komende 5 jaar? Belangrijk is daarbij te kijken naar de waardering op dit moment. Zeker bij twee soortgelijke bedrijven kan een verschil in waardering bepalend zijn voor een verschil in belegging succes.

De winst per aandeel over 2019 voor AB Inbev bedroeg omgerekend € 3,30. Op de huidige beurskoers van omgerekend wordt daarmee 13,5 keer de winst betaald. Voor Heineken is de winst per aandeel € 3,76. Op de huidige beurskoers van € 75,10 wordt daarmee 20,0 keer de winst betaald. Op basis hiervan lijkt AB Inbev veel lager gewaardeerd.

Scoort AB Inbev? Nee dit is te oppervlakkig. We moeten namelijk de schuldposities van beide bedrijven ook meenemen in de waardering. Schulden moeten immers ook in de toekomst worden terugbetaald en dat geld kan niet naar de aandeelhouders in de vorm van bijvoorbeeld dividend. Daarom wil je automatisch minder betalen voor een bedrijf met hoge schulden. Nog los van het verhoogde risico op een faillissement.

Hoe zit het met de schulden?

De totale schulden verminderd met de kaspositie (netto schuld) bedragen bij Heineken € 15,2 miljard. AB Inbev is een forse bierpul groter met € 87 miljard. Absolute schuldposities (in euro's) zijn minder relevant dan relatieve schuldposities (schuld ten opzichte van winst). AB Inbev kan omdat het met € 48 miljard omzet een bierpul groter is dan Heineken met € 28,6 miljard omzet meer schuld dragen.

Beter is het dan om te kijken naar de netto schuld ten opzichte van de brutowinst (Netto Schuld/EBITDA ratio). Voor Heineken bedraagt deze 2,6 en voor AB Inbev 4,0. Boven de 3 is net als alcohol ongezond. Doelpunt voor Heineken hier, 2-2.

De relatief hoge schuldpositie van AB Inbev is dan ook de reden dat de beurskoers van AB Inbev sinds de corona uitbraak harder is gedaald dan die van Heineken.

Waardering inclusief schulden

Waarderen kan ook inclusief schulden om op die manier beide bedrijven te kunnen vergelijken. Het is dan handig te kijken naar de Enterprise Value (EV) (marktkapitalisatie+netto schulden). Voor AB Inbev bedraagt de EV € 173 miljard (marktkapitalisatie 86+netto schulden 87). Voor Heineken bedraagt de EV € 58 miljard (marktkapitalisatie 43+netto schulden 15).

Nu kunnen we de EV afzetten tegen de brutowinst (EBITDA) om tot een eerlijke waardering te komen. De EV/EBITDA voor AB Inbev bedraagt $173/21,1 = 8,2$. De EV/EBITDA voor Heineken bedraagt $58/5,8 = 10$. AB Inbev is dus duidelijk lager gewaardeerd. 3-2 voor AB Inbev.

Ter vergelijking AB Inbev betaalde voor SAB Miller in 2016 voor 17,3 keer de EV/EBITDA. Maar het was zoals ik eerder aangaf een te hoge prijs die ze nu nog steeds achterna zit.

Toch lijken mij de waarderingen van beide brouwers me op dit moment allesbehalve hoog.

Let wel op bij de waardering want ik heb voor de waardering gerekend met de winst van 2019. Het jaar 2020 zal logischerwijs een fors lagere winst voor beide bierbrouwers laten zien.

Risico's

Door prijsverhogingen is de omzet in de wereldwijde biermarkt de afgelopen vijf jaar gestegen. Echter, de volumes, dus het aantal liter bier, zijn niet gestegen. Zeker in volwassen markten zoals beste Europa en de VS drinken consumenten minder alcohol of wisselen bier in voor andere alcoholische dranken. Tevens een risico is de opkomst en populariteit van speciaal bieren. Een kans daarentegen is de opkomst van de zwaar winstgevende alcoholvrije bieren.

AB Inbev loopt zoals besproken een financieel risico door de hoge schuldpositie. Mocht een oplossing voor het virus lang op zich laten wachten kan het bedrijf in financieel zwaar weer belanden. Het zijn dan de aandeelhouders die de pijn gaan dragen. Op de korte termijn acht ik de kans aanwezig dat het dividend geschrapt wordt.

Conclusie

Heineken heeft de afgelopen vijf jaar een beter rendement laten zien. Maar, rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Wie van de twee gaat het beste presteren? Mijn verwachting is AB Inbev. Aangezien de groeivoorzichten voor beide titanen ongeveer gelijk zijn komt het vooral aan op waardering en die is bij AB Inbev een stuk aantrekkelijker. Echter, bij AB Inbev is de kans ook groter dat aandeelhouders met een kater achter blijven vanwege de hogere schuldpositie.

Wees dus vooral voorzichtig. Neem nooit een te grote positie. Of in biertaal, drink met mate.

Met beleggende groet,

Rowan Nijboer

Disclaimer: ik bezit via de beleggingsclub indirect aandelen AB Inbev. Deze analyse is enkel mijn visie op een mogelijke belegging. Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Denk zelf na voordat je aandelen koopt.

OVER MIJ

Ik heb een grote passie voor beleggen. Al op 15 jarige leeftijd volgde ik de aandelenkoersen (toen nog) op Teletekst. Gefascineerd keek ik naar de schommelingen van de beurskoersen. Langzaam ben ik toen begonnen om mij te verdiepen in beleggen. Tijdens mijn studie bedrijfseconomie heb ik zelf mijn eerste geld geïnvesteerd. Een zeer ongunstige tijd vanwege de crisis, die mij dan ook hard trof. Een wijze leermeester die crisis.

Ondertussen bleef ik mij verdiepen in beleggen. Uiteindelijk merkte ik dat waardebeleggen (Value Investing) daarbij de richting is die voor mij als manier van beleggen eruit sprong. De interesse in beleggen schemerde ook door in mijn studiekeuze. Een dubbele master in International Finance en International Economics & Business, die ik cum laude heb afgerond, met een scriptie over waardebeleggen. Hiermee was voor mij ook het goed begrijpen van bedrijven, de jaarverslagen en alle financiële geldstromen en ratio's, compleet.

Als mens, maar ook als belegger moet je jezelf blijven ontwikkelen. Inmiddels dompel ik mij nu al meer dan 10 jaar onder in de wereld van waardebeleggen. Mijn grote inspiratie hierin is Warren Buffett. In recentere jaren heb ik mijn inspiratie ook gehaald uit andere topbeleggers, zoals Howard Marks, Mohnish Pabrai, Guy Spier, Carl Icahn, Joel Greenblatt, etc.

Ik kan nu zeggen dat ik vergevorderd ben in mijn begrip van beleggen en waardebeleggen en door continue te leren van andere beleggers en goeroes, heb ik mijn eigen beleggingsfilosofie ontwikkeld. Hierdoor heb ik de afgelopen 9 jaar een gemiddeld jaarlijks rendement van 15,6% gehaald. Bel of e-mail gerust voor vragen.

Met vriendelijke groet,

Rowan Nijboer

06-30372684

