



Bolero

AANDEEL IN DE KIJKER

Corona-stresstest voor AB InBev en Heineken

24 april 2020

RESEARCH: WIM HOSTE (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR BOLERO CONTENT MANAGER BARBARA DESMET



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.

In dit dossier zoomt KBC Securities in op de **gevolgen** van de **coronapandemie** voor AB InBev en Heineken.

Omdat de **bierconsumptie** door de wereldwijde uitbraak van COVID-19 klappen krijgt, zagen beide bierbrouwers zich al genoodzaakt om hun **jaarprognoses in te trekken**. Maar wat betekent dat voor de **waardering** van de aandelen?

In de zoektocht naar een antwoord op de vraag **wie de coronastorm het best zal trotseren**, brengt sectoranalist Wim Hoste **verschillende scenario's** in kaart, afhankelijk van de duur van de lockdownmaatregelen, en houdt hij de **investment case** opnieuw tegen het licht.



Corona-stresstest voor AB InBev en Heineken

In dit dossier zoomt KBC Securities in op de **gevolgen van de COVID-19-pandemie** voor AB InBev en Heineken, die beide bierbrouwers ertoe heeft aangezet hun eerder vooropgestelde jaarprognoses in te trekken.

Analist Wim Hoste maakte een analyse van verschillende **potentiële scenario's**, waarbij de **duur van de lockdownmaatregelen**, die momenteel in veel landen worden opgelegd, varieert.

De beperkende maatregelen hebben vooral **gevolgen voor de bierconsumptie in de horeca** (cafés, restaurants, nachtclubs, enz.). Maar niet alle landen worden op dezelfde manier getroffen, aangezien de **structuur van de biermarkt** nogal kan verschillen: zo vertegenwoordigt de horeca ('on trade') ongeveer 20% van de biermarkt in de VS en slechts zo'n 10% in Mexico, maar ruwweg 50% in Brazilië en China.



In het **basisscenario** gaat KBC Securities ervan uit dat de lockdownmaatregelen in de meeste landen, met uitzondering van China, **voor de rest van het tweede kwartaal van kracht** zullen blijven, en dat er vanaf het derde kwartaal een geleidelijke normalisering zal plaatsvinden.

Hoewel onze analist zowel in AB InBev als in Heineken waarde ziet, zet de **waarderingskorting** hem ertoe aan om **AB InBev boven Heineken** te verkiezen. In wat volgt brengt hij de impact van de coronacrisis voor beide spelers uitgebreid in kaart.

AB InBev: Het is altijd het donkerst voor zonsopgang

AB InBev	Advies	KOPEN	Huidige koers	39,33 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	80 EUR
	ISIN code	BE0974293251	Opwaarts potentieel	103,4%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (USD)	4,63	0,80	3,57	4,30
% groei j/j	109,6%	-82,7%	346,5%	20,4%
Koerswinst ratio	9,1x	53,0x	11,9x	9,8x
Bruto dividend (EUR)	1,30	1,30	1,50	1,80
% groei j/j	-27,8%	0,0%	15,4%	20,0%
Dividendrendement (%)	3,3%	3,3%	3,8%	4,6%

COVID-19 gooit roet in het eten

Bij de publicatie van de resultaten over het boekjaar 2019 (op 27 februari) ging AB InBev voor het eerste kwartaal van 2020 uit van een EBITDA-daling met ongeveer 10% en een groei van 2 tot 5% voor het volledige boekjaar 2020.

Op dat moment was de uitbraak van **COVID-19** voornamelijk **beperkt tot China** en liet AB InBev weten dat de **negatieve impact** op de Chinese activiteiten in januari-februari zo'n 285 miljoen USD aan gederfde inkomsten en 170 miljoen USD aan verloren EBITDA bedroeg.

KBC Securities (KBCS) gaat er grofweg van uit dat de lockdownmaatregelen in China de resultaten van de bierbrouwer gedurende ongeveer 1 week in januari en de hele maand februari hebben beïnvloed. Als we die cijfers extrapoleren en ook een bijna volledige lockdown in maart opnemen, komen we uit op een **negatief effect op de winst van het eerste kwartaal in de APAC-regio** (Asia Pacific) van ongeveer 500 miljoen USD (ca. **-30%** op jaarbasis) en een **daling van de regionale EBITDA** met ca. 300 miljoen USD (ca. **-50%** op jaarbasis). Voor AB InBev als geheel komt dat overeen met een EBITDA-daling van 6% voor het eerste kwartaal.

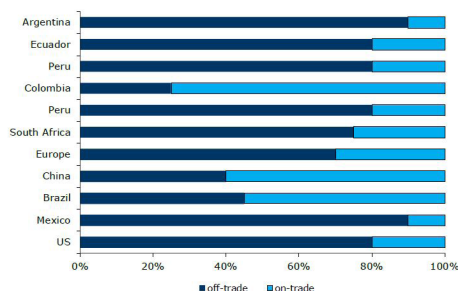
Op **23 maart** trok AB InBev zijn **prognoses** voor het eerste kwartaal en het boekjaar 2020 volledig in. Tegen die tijd was COVID-19 al bijna over de **hele wereld** uitgebroken, met **lockdown- of beperkende maatregelen** in de meeste regio's sinds midden maart. De verwachting is dat die maatregelen in het tweede kwartaal een **forse hap uit de winsten** zullen nemen.

Structuur van de biermarkt: on-trade vs. off-trade

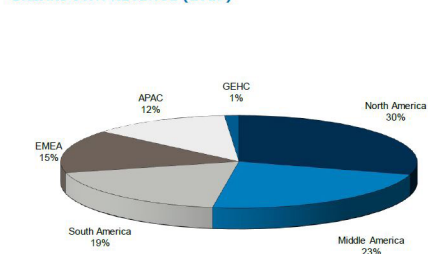
Een belangrijke factor om de impact van COVID-19 op een bepaalde biermarkt in te schatten, is de **structuur van die biermarkt**. Terwijl de **Chinese activiteiten** van AB InBev naar schatting verdeeld zijn over ca. 55% "**on-trade**" of horeca (restaurants, cafés, clubs) en 45% "**off-trade**" (traditionele en moderne detailhandel), is het aandeel van off-trade in de meeste andere belangrijke markten (met uitzondering van **Brazilië** en **Colombia**) veel groter.

Op onderstaande grafiek zien we dat off-trade naar schatting 80% van de activiteiten van AB InBev in de **VS** vertegenwoordigt, zo'n 90% van de activiteiten in **Mexico** en zo'n 75% in **Europa**.

ESTIMATED BREAKDOWN BETWEEN ON AND OFF-TRADE OF ABI'S BUSINESS IN RELEVANT MARKETS



BREAKDOWN REVENUE (2019)



KBCS gaat ervan uit dat het **off-tradegedeelte van de activiteiten relatief goed weerstand zal kunnen bieden tegen COVID-19**, aangezien de meeste off-tradeverkooppunten (zoals voedingswinkels en detailhandels) tijdens de lockdownperiodes open mogen blijven. Het **on-tradeluik zal echter zwaar lijden onder COVID-19**, aangezien de maatregelen in de meeste regio's een volledige of bijna volledige sluiting van cafés, restaurants en nachtclubs inhouden.

In zijn model gaat analist Wim Hoste ervan uit dat er gedurende de hele lockdownperiode in de betreffende regio's **geen on-tradeverkoop** plaatsvindt en dat de **off-tradeverkoop daalt met 0-5%**.

3 scenario's voor lockdowns

De volgende belangrijke vraag is dan **hoe lang de lockdowns** of beperkingen op de on-trade gehandhaafd zullen blijven. In China duurde de lockdown in de meeste gebieden ongeveer 8-10 weken. KBCS bekijkt 3 scenario's:

- Het **basisscenario** gaat uit van een wijdverspreide lockdown (voor de horeca) buiten China voor het volledige tweede kwartaal, met een geleidelijk herstel in het derde kwartaal en een terugkeer naar de normale toestand vanaf het vierde kwartaal.
- Het **bear case-scenario** (pessimistisch) gaat uit van een wijdverspreide lockdown buiten China in de komende 6 maanden, gevolgd door nog eens 6 maanden recessie met een negatieve bbp-groei en een zwakkere vraag, en een opleving vanaf het tweede kwartaal van 2021.
- Het **bull case-scenario** (optimistisch) gaat uit van een lockdown buiten China in het volledige tweede kwartaal, met een snelle terugkeer naar de normale situatie vanaf het derde kwartaal.

Evolutie volumes en EBITDA in basisscenario

In het basisscenario gaat KBCS uit van een **volumedaling van 7,3%** en een **daling van de organische EBITDA met 13,3%** in het **eerste kwartaal** van 2020 (tegenover de oorspronkelijke prognose van een daling van zo'n 10%), gevolgd door een **volumedaling van 23,9%** en een **EBITDA-daling van 35,5%** in het **tweede kwartaal** van 2020.

Naarmate de situatie in het **derde kwartaal** van 2020 geleidelijk aan normaliseert, ziet KBCS gemiddeld nog altijd een **negatieve impact**, met een **volumedaling van 6,5%** en een **daling van de EBITDA met 11%**.

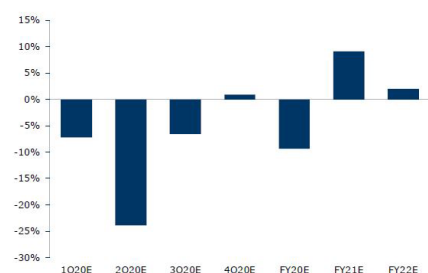
Vanaf het **vierde kwartaal** verwacht onze analist een **stabilisatie** van de volumes en de EBITDA. Dat leidt tot een volumedaling van 9,3% in het boekjaar 2020 en een daling van de organische EBITDA met 15,0% [-19,8% inclusief



wisselkoerswijzigingen).

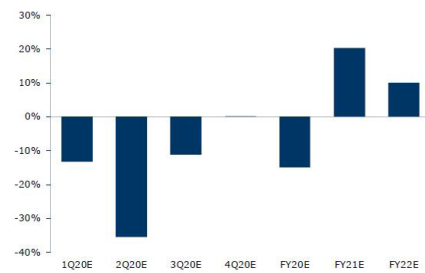
KBCS verwacht dat de **EBITDA** in **2021** met **20% zal opveren**, ervan uitgaande dat er geen verdere grootschalige verstoringen door COVID-19 zullen optreden.

ORGANIC VOLUME FORECASTS (Y/Y CHANGE)



Source: KBC Securities estimates

ORGANIC EBITDA FORECASTS (Y/Y CHANGE)



Source: KBC Securities estimates

SCENARIO ANALYSIS

	BEAR	BASE	BULL
2020E			
Volume (m hl)	497.3	509.3	524.1
organic change	-11.4%	-9.3%	-6.7%
Revenue (\$m)	44,798	45,788	47,079
organic change	-8.8%	-6.8%	-4.2%
Normalized EBITDA (\$m)	16,285	16,901	17,421
Organic change	-17.9%	-15.0%	-12.5%
2021E			
Volume (m hl)	538.6	555.8	574.1
organic change	8.3%	9.1%	9.5%
Revenue (\$m)	49,558	51,024	52,598
organic change	10.6%	11.4%	11.7%
Normalized EBITDA (\$m)	19,116	20,334	21,470
Organic change	17.4%	20.3%	23.2%

Source: KBC Securities forecasts

Balans: hoge schuldgraad, sterke liquiditeitspositie

Schuldgraad

AB InBev sloot het boekjaar 2019 af met een **nettoschuld van 95,5 miljard USD**. Dat komt overeen met een **nettoschuld/EBITDA-verhouding van ongeveer 4,5x**.

Wanneer we de verwachte opbrengst van de **verkoop van de Australische dochteronderneming** (11 miljard USD) in rekening brengen, daalt die verhouding tot 4,0x. KBCS is van mening dat dat een correcte kijk is, aangezien de Australische dochteronderneming gerapporteerd wordt onder 'afgestoten' activiteiten en haar EBITDA in 2019 niet werd opgenomen in de groeps-EBITDA.

Zoals eerder vermeld, gaat KBCS in het basisscenario uit van een organische daling van de **EBITDA** met 15% in 2020, wat overeenkomt met een **daling van 20%** als we ook rekening houden met de momenteel **zwakke munten** van belangrijke opkomende markten zoals **Brazilië** en **Mexico**.

De bierbrouwer **halveerde** onlangs ook het oorspronkelijk voorgestelde **slotdividend** (van 1,0 naar 0,5 euro per aandeel), waardoor het totale dividend voor boekjaar 2019 op 1,30 euro komt (rekening houdend met het interim-dividend van 0,80 euro per aandeel dat in november 2019 is uitgekeerd).



In zijn prognoses gaat KBCS ervan uit dat AB InBev nu een **vast dividend** (1,30 euro) zal uitkeren over 2020, en dat de groep het dividend in de **volgende jaren geleidelijk weer zal verhogen**. Daardoor zal de nettoschuld eind 2020 naar schatting op zo'n 82,2 miljard USD uitkomen, waarbij het verschil met eind 2019 voornamelijk door de opbrengst van de Australische desinvestering zal worden gemaakt (11 miljard USD). Dat komt overeen met een verwachte **stijging van de nettoschuld/EBITDA-ratio tot 4,9x eind 2020**. Onze analist verwacht wel een snelle opleving van de EBITDA in 2021, wat resulteert in een gezonde vrijkasstroomgeneratie en een daling van de nettoschuld/EBITDA-ratio **tot 3,9x tegen eind 2021**.

Naast de hoge leverage multiple is ook de **structuur van de schulden** van belang. Eind 2019 bestonden de schulden van de AB InBev voornamelijk uit ongedekte obligaties (95% van de totale brutoschulden). De **gemiddelde looptijd** van de schulden van AB InBev was **ongeveer 14 jaar**, terwijl het bedrijf **geen convenanten** heeft m.b.t. zijn schulden. Ongeveer 91% van de schulden had eind 2019 een vaste rentevoet, en de gemiddelde coupon bedroeg ca. 4%. Ongeveer 57% van de schulden waren in USD en ongeveer 33% in EUR.

Liquiditeit

Het is ook belangrijk om te kijken naar de liquiditeitspositie. **Eind 2019** had AB InBev ongeveer **7 miljard USD aan liquide middelen** op de balans staan (cash + cash equivalenten). Daarnaast beschikte het bedrijf een niet-opgenomen doorlopende kredietfaciliteit van 9 miljard USD.

Volgens een artikel in de Financial Times besliste AB InBev medio maart om die **doorlopende kredietfaciliteit volledig op te nemen**, waardoor de liquiditeitspositie tot 16 miljard USD is gestegen. De groep heeft onlangs ook voor 4,5 miljard euro aan **obligaties** in euro en voor 6 miljard USD aan obligaties in dollar uitgegeven, wat de liquiditeitspositie verhoogt tot ongeveer 27 miljard USD. Bovendien wordt verwacht dat de **desinvestering** van de Australische dochteronderneming voor 11 miljard USD in de loop van het tweede kwartaal zal worden afgerond, na de recente toestemming van het Australische antitrustorgaan. Inclusief de opbrengst van die verkoop **zou de liquiditeitspositie kunnen oplopen tot zo'n 38 miljard USD**.

Daartegenover staat een bedrag van 11,3 miljard USD aan schulden die de komende drie jaar op vervaldag komen (2020-2022) of 23 miljard USD in de komende vijf jaar (2020-2024).

Analist Wim Hoste concludeert dat AB InBev over **voldoende liquiditeit** beschikt **om**

de coronastorm op korte termijn te doorstaan, zelfs als het door COVID-19 niet in staat zou zijn om vrije kasstroom te genereren.

In het eerder vermelde basisscenario gaat KBCS uit van een nagenoeg stabiele nettoschuld eind 2020, afgezien van de verwachte opbrengst van de Australische desinvestering. Rekening houdend met de verwachte daling van de EBITDA zou dit leiden tot een **tijdelijke piek in de nettoschuld/EBITDA van 4,9x tegen eind 2020**, met een **verwachte daling tot 3,9x tegen eind 2021**.

Onderstaande tabel toont de gevolgen voor de balans van de hierboven beschreven bear en bull case-scenario's. De algemene conclusie is dat de **leverage een tijdje hoog zal blijven**, maar gezien de solide liquiditeitspositie verwacht onze analist niet dat de groep in de problemen zal komen om eventuele op vervaldag komende schulden terug te betalen.

SCENARIO ANALYSIS

	BEAR	BASE	BULL
2020E			
Net debt (\$bn)	83.0	82.2	81.5
Net debt/EBITDA	5.1	4.9	4.7
2021E			
Net debt (\$bn)	80.1	78.4	76.8
Net debt/EBITDA	4.2	3.9	3.6
	83.0	82.2	81.5

Source: KBC Securities

Waardering

Het waarderingsmodel voor AB InBev is gebaseerd op een **Discounted Cash Flow** (DCF) methode en vergelijking met een **peer group** (sectorgenoten).

In het basisscenario wijst de **DCF** (kosten van eigen vermogen 9,4%, nettofinancieringskosten 3,0%, wat leidt tot een WACC (Weighted Average Cost of Capital) van 6,2% - langetermijngroei van de cashflow van 2,0%) op een **reële waarde van 100 euro**.

De **peer group** toont aan dat AB InBev **goedkoper is dan Carlsberg en Heineken** op basis van de koers-winstverhoudingen en kasstroomrendementen, en dat de EV/EBITDA- en EV/EBIT-multiples relatief dicht bij elkaar liggen.

De meeste **brouwers** noteren tegen een **aanzienlijke korting tegenover producenten van sterkedranken en andere FMCG** (Fast Moving Consumer Goods, of veel verkochte consumptiegoederen).

Analist Wim Hoste gelooft dat de **wereldwijde leiderspositie** van AB InBev in de biercategorie, samen met zijn **uitstekende rentabiliteit**, het aandeel zouden moeten toelaten om op zijn minst tegen een **premie** te noteren tegenover andere brouwers.

PEER GROUP OVERVIEW

Company	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			FCF YLD			DIV YIELD
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E
Brewers													
AmBev	17.5	15.9	15.7	9.2	8.7	8.1	13.1	11.5	10.1	5.4%	7.0%	6.6%	5.3%
Asahi	10.7	9.7	9.3	7.5	6.5	6.3	11.6	9.6	9.1	7.1%	11.8%	12.4%	3.1%
Budweiser Brewing Co APAC	38.5	27.9	24.5	18.3	14.2	13.2	26.9	20.1	17.0	1.8%	4.0%	4.4%	0.9%
Carlsberg	21.9	18.3	16.4	11.1	9.8	9.2	15.0	12.9	12.4	5.6%	6.3%	6.8%	2.6%
Heineken	23.3	17.4	15.4	11.4	9.6	8.5	18.8	14.7	12.9	4.8%	6.9%	7.7%	2.2%
Kirin	14.9	12.8	12.1	10.3	9.4	9.1	16.3	13.2	12.6	6.2%	6.3%	6.5%	3.2%
Molson Coors	12.6	12.3	12.0	9.0	8.9	8.9	14.8	14.1	14.6	10.5%	12.3%	11.4%	5.1%
Thalbeiv	15.6	14.7	13.4	15.4	14.3	13.5	19.0	17.3	16.2	6.0%	6.4%	7.8%	3.2%
China Resources Beer Holding	45.0	30.3	25.1	21.8	15.6	13.3	31.0	21.3	16.9	1.1%	3.4%	4.1%	0.9%
Average (unweighted) *	20.6	16.5	14.8	12.3	10.6	9.8	18.1	14.7	13.5	5.9%	7.6%	8.1%	2.9%
Spirits													
diageo Campari	33.4	26.8	23.9	20.1	17.4	15.8	23.8	19.6	18.0	2.7%	3.4%	4.0%	0.9%
Diageo	23.7	20.3	18.3	19.3	17.0	15.6	20.8	18.5	16.8	3.6%	4.2%	4.7%	2.7%
Perrier Ricard	26.5	21.5	18.6	18.4	16.0	14.2	21.3	17.8	15.5	3.0%	3.8%	4.4%	2.2%
Average (unweighted)	27.9	22.8	20.3	19.3	16.8	15.2	21.9	18.6	16.7	3.1%	3.8%	4.4%	1.9%
FMCG													
The Coca Cola Company	23.8	21.5	20.0	21.9	19.8	18.7	22.6	20.5	19.9	3.5%	4.4%	5.1%	3.5%
Danone	16.0	15.2	14.2	11.6	11.0	10.3	14.5	13.8	13.3	4.9%	5.0%	5.5%	3.4%
Kraft Heinz	12.4	12.3	11.7	10.9	10.9	10.7	13.5	13.5	13.2	7.9%	8.4%	8.6%	5.7%
Mondelez	20.4	19.0	17.6	17.3	16.5	15.9	21.4	20.2	19.3	3.9%	4.7%	5.0%	2.2%
Nestle	23.3	21.7	20.3	17.4	16.5	15.8	21.2	20.1	19.1	3.7%	3.9%	4.0%	2.7%
PepsiCo	24.1	21.9	20.2	16.0	14.9	13.9	19.9	18.4	17.2	3.2%	3.9%	4.5%	3.0%
Average (unweighted)	20.0	18.6	17.3	15.9	15.0	14.2	18.9	17.8	17.0	4.5%	5.0%	5.4%	3.4%
AB InBev	19.4	13.0	10.8	11.9	9.7	8.6	16.2	12.6	11.0	6.2%	8.7%	9.8%	3.1%

Source: Bloomberg, KBC Securities forecasts

*average brewers excludes AmBev and Budweiser Brewing Co APAC

Conclusie

De winstdynamiek van AB InBev wordt op korte termijn aanzienlijk beïnvloed door de wereldwijde uitbraak van het COVID-19-virus. De **lockdownmaatregelen** hebben een **grote impact**, vooral op de **consumptie in de horeca**.

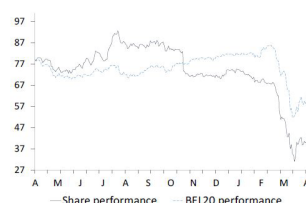


KBCS voorspelt een **totale volumedaling van 9,3% in 2020** en een **daling van de organische EBITDA met 15%**, waarbij de zwaarste daling in het tweede kwartaal zal plaatsvinden. Onze analist verwacht wel dat de **business zich snel kan herstellen** zodra het virus bedwongen is en de lockdownmaatregelen versoepeld worden.

De **waardering** op basis van de genormaliseerde KBCS-prognoses voor 2021 is **aantrekkelijk**, met een verwachte **koers-winstverhouding van 13,0x voor 2021** en een rendement op de vrije kasstroom van 8,7% voor 2021, wat **ruim onder de historische gemiddelden en onder sectorgenoten** zoals Heineken ligt.

KBCS verwacht dat het **aandeel op korte termijn volatiel** zal blijven, maar ziet een **aanzienlijke opwaartse trend** zodra overheden een versoepeling van de lockdownmaatregelen aankondigen en de on-trade consumptie weer aantrekt. Onze analist geeft toe dat de **timing** daarvan **moeilijk** in te schatten is, maar houdt desondanks vast aan het **“Kopen”-advies en koersdoel van 80 euro**.

FY/e 31.12	2019	2020E	2021E	2022E
Sales (\$ m)	52,329.0	45,788.0	51,023.6	53,233.7
REBITDA (\$ m)	21,078.0	16,900.6	20,334.3	22,384.7
Net earnings (\$ m)	9,172.0	1,588.5	7,092.7	8,540.6
Diluted adj. EPS (\$)	3.57	2.36	3.51	4.23
Dividend (€)	1.30	1.30	1.50	1.80
P/E	23.87	19.37	13.02	10.81
EV/REBITDA	14.17	11.87	9.67	8.61
Free cash flow yield	4.9%	6.2%	8.7%	9.8%
Dividend yield	1.7%	3.1%	3.6%	4.3%



Source: Thomson Reuters Datastream

Heineken: Langetermijnsценario intact

Heineken	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	76,32 EUR
	Naam analist	Wim Hoste	Koersdoel	95 EUR
	ISIN code	NL0000009165	Opwaarts potentieel	24,5%
	2019A	2020E	2021E	2022E
Winst per aandeel (EUR)	3,78	2,87	3,97	4,54
% groei j/j	13,0%	-23,9%	38,2%	14,3%
Koerswinst ratio	20,2x	26,6x	19,2x	16,8x
Bruto dividend (EUR)	1,68	1,68	1,75	1,80
% groei j/j	5,0%	0,0%	4,2%	2,9%
Dividendrendement (%)	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%

Vooruitzichten beïnvloed door COVID-19

Midden februari, bij de publicatie van de resultaten over 2019, stelde Heineken voor het boekjaar 2020 een groei van de bedrijfswinst (beia) met ongeveer 5% voorop, behoudens 'belangrijke negatieve macro-economische en politieke ontwikkelingen'.

Heineken werd door de uitbraak van COVID-19 **in China minder getroffen** dan sommige andere sectorgenoten als AB InBev en Carlsberg, aangezien zijn **blootstelling aan het land beperkt** is tot een indirect belang van 20,7% in China Resources Beer Holdings, dat niet volledig geconsolideerd is.



Toch is de wereldwijde uitbraak van COVID-19 in de afgelopen maand zeker ook voor Heineken een harde noot en werd de groep op 8 april gedwongen zijn **prognoses voor het boekjaar 2020 in te trekken**. Op dat moment werd voor het eerste kwartaal van 2020 een **organische volumegroei** van -2% voor bier en -4% voor de totale volumes vooropgesteld, wat minder negatief was dan KBCS had verwacht (resp. -6,0% en -5,7%). Al werd dat door onze analist geïnterpreteerd als een mogelijk gevolg van **tijdelijk hamstergedrag**, dat een positieve invloed had op de off-tradecant van de bedrijfsactiviteiten. Heineken gaf bovendien aan dat het effect van COVID-19 in het **tweede kwartaal zou verergeren**, wat gezien de timing van de opgelegde **lockdowns buiten China** niet hoeft te verbazen.

Nadat de verwachtingen al werden bijgesteld, publiceerde Heineken op 22 april zijn effectieve **kwartaalcijfers**, die een **organische volumedaling met 2,1%** lieten zien, in lijn met de eerder gecommuniceerde inschatting van het bedrijf (-2%). De **geconsolideerde biervolumes daalden** in het eerste kwartaal tot **51,6 miljoen hl**, terwijl de markt gemiddeld rekening hield met een terugval van 2,8%.

Uit een afzonderlijke toelichting voor maart bleek dat de organische biervolumes in die maand liefst 14% lager gingen. Het management gaf bovendien aan dat ook de tweede helft van 2020 kan worden beïnvloed, omdat de lockdowns dan wel kunnen worden opgeheven, maar de **impact op de economie** kan blijven bestaan.

Vóór de update van 22 april mikte analist Wim Hoste voor 2020 op een daling van de geconsolideerde biervolumes met 7,6%, tot 222,4 miljoen (consensusverwachting

-6,2% tot 226,0 miljoen), waarbij de totale volumes naar verwachting met 8,2% zouden dalen. Voor het tweede kwartaal werd uitgegaan van een daling van de biervolumes met 21%, hetzij nog slechter dan de 14% die in maart werd opgetekend.

Basis-, bull en bear case-scenario

Onderstaande tabel biedt een overzicht van de door KBCS becijferde volumes, omzet en operationele winst voor Heineken in de drie hoger genoemde scenario's. De volumes omvatten totale volumes, inclusief bier, niet-bierproducten en producten die voor derden worden verkocht.

SCENARIO ANALYSIS			
	BEAR	BASE	BULL
2020E			
volume	247.2	252.7	258.4
organic change	-10.2%	-8.2%	-6.1%
revenue	20,759	21,240	21,731
organic change	-8.2%	-6.2%	-4.1%
operating profit (beia)	3,034	3,207	3,359
organic change	-21.0%	-17.1%	-13.8%
2021E			
volume	265	274	282
organic change	7.2%	8.6%	9.2%
revenue	22,715	23,562	24,249
organic change	9.4%	10.9%	11.6%
operating profit (beia)	3,547	3,940	4,203
organic change	16.9%	22.8%	25.1%

Source: KBC Securities forecasts

Balans

Heineken sloot **2019** af met een nettoschuld van 15,3 miljard euro, wat overeenkomt met een onderliggende **nettoschuld/EBITDA-verhouding** van **2,6x**.

Eind 2019 had Heineken een **financieringsruimte** van ongeveer **3 miljard euro** en door de uitgifte van nieuwe obligaties is die recent met zo'n 1,4 miljard euro gestegen.

KBCS verwacht dat de nettoschuld tegen eind 2020 zal dalen tot 14,5 miljard euro, waardoor de nettoschuld/EBITDA naar schatting zal evolueren tot 2,8x. Omdat onze analist in 2021 een aanzienlijke EBITDA-groei verwacht, voorspelt hij een snelle afbouw van de schuldhefboom en een nettoschuld/REBITDA-multiple van **2,1 tegen het einde van 2021**.

KBCS voelt zich vrij comfortabel bij de balans, zelfs in het geval van een bear case-scenario.

SCENARIO ANALYSIS

	BEAR	BASE	BULL
2020E			
Net debt (\$bn)	14,238	14,085	13,946
Net debt/EBITDA	3.0	2.8	2.7
2021E			
Net debt (\$bn)	12,547	12,086	11,744
Net debt/EBITDA	2.4	2.1	1.9

Source: KBC Securities

Conclusie

Het winstmomentum op korte termijn wordt bij Heineken aanzienlijk beïnvloed door de wereldwijde uitbraak van het COVID-19-virus, waarbij de lockdownmaatregelen in veel landen een grote impact hebben, vooral op de on-tradekant van het bedrijf.

KBCS verwacht voor 2020 een **algemene volumedaling van zo'n 8,2%** en een **daling van de organische bedrijfswinst (beia) met 17,1%**, waarbij de **zwaarste klappen in het tweede kwartaal** zullen vallen. Onze analist gaat er wel van uit dat de business zich snel kan herstellen zodra het COVID-19-virus bedwongen is en de lockdownmaatregelen versoepeld worden.

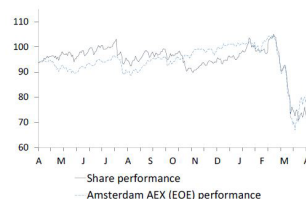
Met een verwachte **koers-winstverhouding van 17,4x** en een rendement op de vrije kasstroom van 6,9% is de **waardering** volgens de genormaliseerde KBCS-prognoses voor 2021 **aantrekkelijk**, hoewel onze analist in dit stadium **duidelijk de voorkeur geeft aan AB InBev**, gezien de lagere waardering.



KBCS verwacht dat de aandelenkoersen op korte termijn volatiel blijven, maar ziet een aanzienlijke opleving wanneer overheden een versoepeling van de lockdownmaatregelen aankondigen en de on-tradeconsumptie weer aantrekt.

Onze analist geeft toe dat de **timing** daarvan **moeilijk** in te schatten is, maar houdt desondanks vast aan het **“Opbouwen”-advies** voor Heineken. Het **koersdoel** werd op 22 april evenwel verlaagd van 105 naar **95 euro**.

FY/e 31.12	2019	2020E	2021E	2022E
Sales (€ m)	23,969.0	21,240.0	23,562.3	24,498.9
REBITDA (€ m)	5,633.9	4,993.7	5,764.7	6,225.4
Net earnings (€ m)	2,166.0	1,684.0	2,318.5	2,648.9
Diluted adj. EPS (€)	4.38	3.25	4.35	4.93
Dividend (€)	1.68	1.68	1.75	1.80
P/E	21.24	23.33	17.40	15.37
EV/REBITDA	12.04	11.41	9.59	8.55
Free cash flow yield	4.2%	4.8%	6.9%	7.7%
Dividend yield	1.8%	2.2%	2.3%	2.4%



Source: Thomson Reuters Datastream

Bronvermelding

Dit dossier is gebaseerd op volgende researchdocumenten van KBC Securities-analist Wim Hoste:

- Company Note “AB InBev: It is always the darkest before dawn” (16/04/2020)
- Company Note “Heineken: Tough short term momentum but LT case intact” (16/04/2020)
- KBCS Morning Note 16/04/2020: “Stress-test on COVID-19, ABI still preferred stock”
- KBCS Morning Note 22/04/2020: “Heineken: 1Q beer volume -2.1%, March beer volume -14%”

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.