



Omzettaxatie '15  
**€8,7**  
MILJARD

brouwer in het eerste halfjaar meer bier verkocht en er bovendien meer aan verdiende. De nettowinst bedroeg 1,1 miljard euro, op een omzet van 9,9 miljard. De winst per aandeel ging met 19 procent omhoog.

Toch viel ook bij Heineken de verkoop in Europa wat tegen door de economische onzekerheid in Griekenland en Rusland. Heineken profiteerde sterk van gunstige wisselkoerseffecten, maar ook zonder dat effect zijn de resultaten goed. Voor de rest van 2015 verwacht Heineken meer bier te verkopen dan vorig jaar in dezelfde periode. De positieve valuta-effecten zwakken waarschijnlijk wel wat af, maar het is de verwachting dat de omzet en winst verder zullen groeien.

#### HEINEKEN'S KRACHT

Heineken doet het vooral goed in het premium-segment, met merken als Desperados, Affligem en Sol, en won marktaandeel in belangrijke markten als Nederland en de Verenigde Staten. Sterke groei was er in de opkomende markten in Azië, Afrika, het Midden-Oosten en Latijns-Amerika.

### HEINEKEN DOET HET VOORAL GOED IN HET PREMIUM-SEGMENT EN WON AANDEEL IN BELANGRIJKE MARKTEN

In de opkomende markten van China, Brazilië en Vietnam groeit Heineken met dubbele cijfers. Alleen in Rusland gaat het ook voor Heineken moeizaam, hier daalde de omzet in de eerste helft van 2015 met 10 procent. Heineken wil nog groter worden in opkomende markten, onder meer door het belang in de Indiase joint venture United Breweries uit te breiden. Dat lijkt goed nieuws, hoewel ervoor gewaakt moet worden dat men te veel betaalt. In juli werd al wat bijgekocht, nu wordt naar verluidt gesproken over een belang van 32 procent dat in handen is van de zoon van de oprichter van de Indiase brouwer. Heineken heeft nu 43 procent van de aandelen. Het zou een goede uitbreiding zijn: de Indiase biermarkt groeit ook snel.

Behalve van de sterke dollar profiteert Heineken ook nadrukkelijk van de lage rente. De netto rentelasten kwamen in de eerste helft van dit jaar op 167 miljoen euro, tegen 209 miljoen vorig jaar. De gemiddelde rentevoet was 3,2 procent, tegen 4,0 procent in 2014. Met een totale schuldpositie van 11,5 miljard euro tikt een dalende rente lekker aan.

Het is duidelijk dat Heineken de recente overnames beter verteerd heeft dan Carlsberg. Beleggers waarderen dat door een vrij hoge koers-winstverhouding van ruim achttien. Maar gezien de groeikansen en de stabiele winstontwikkeling is dat terecht.

#### MOOI ALTERNATIEF

#### Het andere Heineken

Wie de aandelen Heineken duur vindt, kan kiezen voor de minder verhandelde aandelen Heineken Holding. De Holding vormt een beschermingsconstructie: Heineken Holding NV wordt gecontroleerd door de familie Heineken en heeft een belang van iets meer dan 50 procent in het Heineken uit de AEX. De Holding heeft verder geen activiteiten en ook geen schulden, zodat de winst per aandeel en het dividend gelijk zijn aan die van de gewone aandelen Heineken. Alleen de koers is lager, doordat er minder handel is. Het gewone Heineken zit in allerlei indices en is een actief optiefonds. Dat is de holding niet. Maar dat zijn zaken die een belegger met een langetermijnvisie weinig kunnen schelen. Momenteel ligt de koers van een aandeel Heineken Holding zo'n 12 procent onder die van het gewone aandeel. Dan is de koers-winstverhouding geen 18,2 maar 16,6 en het dividendrendement geen 1,6 maar 1,8 procent. Als Heineken interessant is, is Heineken Holding dat helemaal.

#### 10-PUNTEN-CHECK

HEINEKEN		CARLSBERG
Niet spectaculair, verwachte groei is 2%	1 GROEIKANSEN	Omzetgroei is laag, vooral door Rusland
Goed, EBITDA-marge boven 20%, neemt toe	2 WINSTGEVENDHEID	EBITDA-marge ligt rond 20%, blijft stabiel
Solide: nettoschuld is 2,6 maal verwachte EBITDA	3 BALANS	Iets zwakker: nettoschuld is 3 maal verwachte EBITDA
SABMiller zou wel willen, maar dan moet de familie om	4 KANS OP OVERNAME	Niet uitgesloten
Heineken is al jaren een uiterst solide aandeel	5 RISICO'S	Carlsberg heeft als aandeel wat meer risico's
1,6 procent is geen vetpot	6 DIVIDENDRENDEMENT	1,8 procent, ook niet heel scheutig
18,2 keer de verwachte winst 2016	7 WAARDERING AANDEEL	14,5 keer de verwachte winst 2016
Neutraal: 13 kopen, 18 houden, 4 verkopen	8 ADVIEZEN ANALISTEN	Neutraal: 7 kopen, 12 houden, 15 verkopen
Positief, het aandeel loopt sinds 2009 gestaag op	9 TECHNISCH BEELD	Neutraal, maar het aandeel komt per saldo de laatste 5 jaar niet vooruit
Mooie halfjaarcijfers, verdere margeverbetering te verwachten	10 RECENTE ONTWIKKELINGEN	Winstwaarschuwing en geplande reorganisatie schaden beleggersvertrouwen
<b>Op dit moment lijkt Heineken aantrekkelijker</b>	<b>CONCLUSIE</b>	<b>Waardering is lager, want het is de vraag of de turnaround slaagt</b>