

# HEINEKEN

# Fundamental Analysis

## Business description

Una statistica che ho trovato molto interessante è quella relativa al consumo di birra in Cina. Negli ultimi 5 anni (dati al 30 giugno 2013) le vendite sono salite del 29% in termini di volume e del 63% in termini di valore. Per la serie, quando la domanda sovrasta l'offerta. Al primo posto, fra le birre più bevute al Mondo la sconosciuta Snow Beer (produce in joint venture con SABMiller, il secondo produttore mondiale), rigorosamente cinese. Nel solo 2012 ha venduto 50,8 milioni di barili di birra di cui un terzo nella sola Cina.

PRODUZIONE MONDIALE BIRRA							
CONTINENTI	PRODUZIONE BIRRA (m.ni hl)					Variazione 2012/2008	Procapiti Litri/ann
	2008	2009	2010	2011	2012		
Europa	585	554	548	550	545	-6,8%	73
America	543	545	558	565	571	+5,2%	61
Asia	577	598	631	680	688	+19,2%	17
Africa	92	99	104	112	125	+35,9%	11
Oceania	22	22	22	22	22	...%	59
<b>GRAN TOTALE</b>	<b>1.819</b>	<b>1.818</b>	<b>1.863</b>	<b>1.929</b>	<b>1.951</b>	<b>+7,3%</b>	<b>28</b>

Fonte: elaborazioni Beverfood.com su dati Bath Report

Prepotente la crescita in Asia della produzione e consumo di birra. Buona la crescita in America, ma solo grazie ai paesi del Centro e Sudamerica. L'Europa in 5 anni ha perduto la leadership finendo addirittura al terzo posto.

In Asia la nazione trainante è la Cina, in quanto in molte altre regioni il consumo è penalizzato dal divieto imposto dalla religione musulmana.

I PRIMI 10 MERCATI NAZIONALI DELLA BIRRA						
Rank	Mercati Nazionali	Popolazione (m.ni abitanti)	PRODUZIONE BIRRA (m.ni hl)		Variazioni 2012/2000	Cons. capite
			2000	2012		
1	Cina	1.345	220	490	+122,7%	36 litri/
2	Usa	312	233	229	-2,1%	75 litri/
3	Brasile	197	83	133	+60,2%	62 litri/
4	Russia	142	55	97	+76,4%	74 litri/
5	Germania	80	110	95	-13,6%	108 litri/
6	Messico	115	58	83	+43,1%	60 litri/
7	Giappone	127	71	55	-22,5%	48 litri/
8	Regno Unito	63	55	42	-23,6%	73 litri/
9	Polonia	38	24	38	+58,3%	98 litri/
10	Spagna	46	26	33	+26,9%	60 litri/
Top 10		2.465	915	1.295	+41,5%	53 litri/
Altri mercati nazionali		4.535	465	656	+41,1%	13 litri/
<b>TOTALE MONDO</b>		<b>7.000</b>	<b>1.380</b>	<b>1.951</b>	<b>+41,4%</b>	<b>28 litri/</b>

Fonte: Elaborazioni Beverfood.com su dati Barth Report

Heineken nel 2012 ha acquistato Apb di Singapore per circa 5 mld.

Nonostante questa acquisizione il gruppo Heineken è presente in Asia con solo l'11% del proprio fatturato. Interessante osservare come proprio l'Asia sia la regione che in rapporto alla produzione offre i margini più elevati. L'area invece che presenta i margini più bassi è quella dell'Est Europa.

Il mercato in Cina e Giappone è vasto e credo che la società sia ben posizionata per cogliere quote di mercato ancora più significative.

Ottimi ritmi di crescita si vedono in America Latina e Africa. In

## General Information

ISIN:  
IT0001479374  
US55068R2022

Bloomberg  
HEIA:AS (EUR)

Olanda  
Settore: Food & Beverage  
Segmento: Beverage  
(Alcoholic)

Long Term S&P Rating BBB+  
Short Term S&P Rating  
Outlook S&P Stable

Long Term Fitch Rating  
Baa1  
Outlook Fitch Stable

Analysis Currency: EUR

## Market Information

Market Cap 30.94 mld  
Flottante 37.5%  
52w range 44.14-56.60  
Payout Ratio  
Dividend 1.41%

## Indicatori di rilievo

P/E (fwd) 18.30  
P/E (ttm) 21  
P/BV 2.72  
Price/Cashflow 9.77  
TotDebt / Tot Capital 0.50  
Quick ratio 0.50  
Z-Score -  
Beta 0.65

Andrea Facchini  
Analyst

Andrea Tironi  
Analyst

info@moneyriskanalysis.com  
+39 335 6741808

quest'ultima i margini sono molto vicini a quelli presenti in Asia.  
Il fatturato nel 2013 è salito del 4,5 percento nonostante effetti negativi del 2% sui cambi.

Per aree geografiche si ripartisce: 35% Europa – 16% Est Europa – 24% Americhe – 14% Africa e 11% Asia.

#### **Rapporto margine/birra prodotta**

asia	0,801762
africa	0,759124
europa	0,632701
americhe	0,477231
est	
europa	0,210417

Da qui si può intuire come l'Asia sia la terra di conquista principale dei produttori di birra.

Oltre all'Asia Heineken è ben presente in Africa, in particolare la Nigeria che rappresenta l'economia più vasta del continente. Dalle news che si apprende la società sta investendo molto in iniziative volte a migliorare il territorio e l'agricoltura locale attraverso accordi diplomatici con il governo nigeriano.

Nel primo trimestre l'area a maggior crescita è stata proprio l'Africa in termini di volumi, mentre l'Asia ha mostrato una fase di stallo insieme all'Europa Occidentale. Male l'area Est Europa, mentre una buona crescita permane nelle Americhe. Oltretutto in quest'ultima area vi è stato un aumento dei prezzi di vendita.

Il consolidamento in Asia è avvenuto dopo una forte crescita nell'anno precedente e nonostante un aumento delle accise in molti paesi.

Proprio la tassazione è uno dei fattori che possono incidere sul fatturato futuro. Tuttavia in questo campo assistiamo ad una specie di gioco/forza. Più accise, significa meno consumi, meno investimenti e di conseguenza meno posti di lavoro. Pertanto misure restrittive nel campo della birra, possono rivelarsi dei veri e propri boomerang. La sola Heineken ha a libro paga ben 85 mila dipendenti, senza considerare l'indotto, tanto per avere un'idea di come certe politiche fiscali errate possono incidere negativamente sull'economia di un paese.

Nel complesso il fatturato è aumentato del 2,4%. Il volume prodotto di 1,3%.

Nel settore premium la crescita del volume venduto è stata dell'8%.

## Industry outlook

L'industria della birra dovrebbe avere nel medio-lungo periodo una crescita organica derivante da:

- L'uomo ha dei vizi e come tali rimarranno per sempre
- La birra sta avendo una grossa diffusione in Asia
- La birra sta iniziando a diffondersi in Africa

# Value Analysis

L'analisi value si basa su income statement, balance sheet e cashflow degli ultimi 5 anni.

## Income Statement (Conto Economico)

In milioni di EUR

	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Revenue</b>	19203	18383	17123	16133	14701
<b>Variazione Revenue</b>	4%	7%	6%	10%	
<b>Gross Profit</b>	7017	6534	6157	5842	5051
<b>Gross Margin</b>	37%	36%	36%	36%	34%
<b>SGA</b>	4689	4347	4006	3783	3462
<b>Variazione SGA</b>	8%	9%	6%	9%	
<b>Operating Income</b>	2554	3697	2215	2298	1630
<b>Operating Margin</b>	7%	16%	8%	5%	
<b>Net Interest Income</b>	-593	-321	-430	-509	-329
<b>Net Income</b>	1364	2914	1430	726	1018
<b>Net Margin</b>	7%	16%	8%	5%	

L'income statement presenta alcuni aspetti positivi ed altri neutrali:

Positivo:

- Buon gross margin

Neutrale:

- SGA nella norma, in lieve crescita ogni anno
- Net interest income nella norma
- Net Margin basso (anche se non è un settore tipicamente con grossi margini)

Nota:

con revenue sempre in crescita dal 2009, una non corrispondente crescita del net margin è probabilmente dovuta, nel 2013 in particolare, a problemi valutari.

## Balance Sheet (Stato Patrimoniale)

In milioni di EUR

	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Current Debt</b>	2369	2038	1188	994	1301
<b>LT Debt</b>	9853	11437	8199	8078	7401
<b>Copertura debito LT (anni)</b>	7.2	3.9	5.7	11.1	
<b>Azioni proprie</b>	922	922	922	461	784
<b>Retained Earnings</b>	8637	7746	5653	2399	4408
<b>Quoziente di indebitamento modificato</b>	1.58	1.69	1.55	4.41	2.42
<b>Rendimento del capitale netto</b>	11%	23%	14%	16%	19%

Il rendimento del capitale netto è buono per Heineken. Il quoziente di indebitamento modificato è sopra la media, ma va considerato che sebbene il debito LT necessita di 7.2 anni di net income per essere pagato, c'è anche da dire che i Retained Earnings lo coprono per il 90%. Quindi la situazione economica è solida.

## Cashflow (Flussi di cassa)

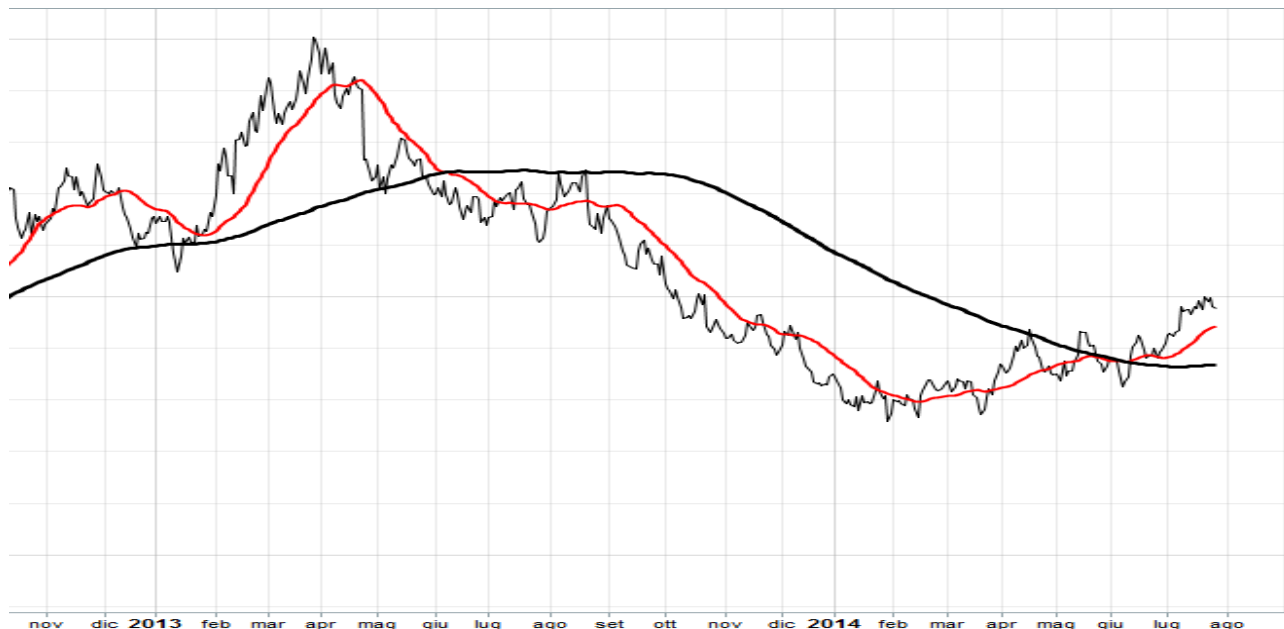
In milioni di EUR

	2013	2012	2011	2010	2009
<b>Free Cash Flow</b>	1451	-1864	1249	1953	1602
<b>Net change in cash</b>	321	126	122	78	-245
<b>Spese in conto capitale</b>	1234	4350	1505	535	498
<b>Utile Netto / SICC</b>	111%	67%	95%	136%	

Il net change in cash è positivo, segno di una buona gestione aziendale. Le spese in conto capitale sono piuttosto elevate. Il free cash flow è buono (tranne nel 2012 per acquisizioni sopra indicate).

# Analisi Tecnica

Forza comparativa Heineken-Stoxx50



Forza comparativa Heineken-settore food and beverage



Sono arrivato a scegliere Heineken, non perché trovo squisita la birra al limone della Moretti (uno dei numerosi marchi di Heineken) che da qualche tempo di trova nei supermercati, ma dopo aver fatto una selezione in termini di forza all'interno di un settore che da settimane mostra una migliore tenuta del mercato in generale.

Nei due grafici sopra possiamo vedere come il titolo sia ad una svolta in termini di forza, sia nei confronti dell'indice Stoxx50 che del proprio settore.

Diciamo che quando assistiamo ad inversioni di medie in questo modo, difficilmente vi è un cambiamento di dinamiche in tempi brevi.





Purtroppo, scegliere in un mercato di sopravvalutazione o che quanto meno si compara con tassi vicini allo zero non è facile. Attualmente stiamo esaminando una società che ha un p/e di 21 in linea con quello di Coca Cola che presenta un net margin del 18% contro il 7% di Heineken.

Tuttavia è doveroso riflettere su quelle che possono essere le prospettive future nel Mondo.

Crescerà più il consumo di Coca Cola oppure quello di birra? Le dinamiche di quest'ultima sembrano essere più convincenti se guardiamo agli sviluppi sul mercato asiatico.

Tornando all'analisi tecnica, possiamo notare come il titolo in questione sia ancora al di sotto dei massimi raggiunti nel marzo aprile 2013 a quota 59 circa. Guardando la configurazione delle medie possiamo considerare il trend rialzista piuttosto solido, anche se l'area di resistenza posta a 54 euro non è da trascurare. Nel caso di mancato superamento della stessa in modo confermato, sarebbe lecito attendere quotazioni comprese tra 51 e 50,50 per un'eventuale entrata.



Guardando al trend di lunghissimo periodo possiamo trovare conferma del livello di 49/50 come un punto importante di acquisto, in quanto coincide con la linea che unisce i due massimi storici del 2000 e del 2007. Sotto quota 49 la situazione inizierebbe a farsi complicata, ma in ogni caso andrebbe comparata con lo scenario generale dei mercati.

# Glossario

---

<http://www.moneyriskanalysis.com/it/glossario.php>

# General Disclaimer

---

L'analisi dei dati e le informazioni contenute in questo documento sono preparate a solo scopo informativo, e non rappresentano un'offerta o sollecitazione di un'offerta a comprare o vendere quote di Fondi di Investimento o di qualsiasi altro strumento finanziario, o a sottoscrivere Contratti di Gestione di qualunque società'.

Questo documento non fornisce nessuna indicazione, consulenza o informazione necessaria a prendere alcuna decisione di investimento. La performance del passato non e' indicativa di uguali rendimenti nel futuro.