

## “AB InBev effent de weg voor nieuwe CEO”

*Uit het departement: “Afscheid van een vriend”*



AB InBev (+4,6%) vervangt Carlos Brito als CEO voor Michel Doukeris. Meneer Brito neemt afscheid met een set stevige eerste kwartaal cijfers: de bedrijfskasstroom en de volumes dikten met dubbele cijfers aan en stegen respectievelijk 6% en 5% boven de analistenverwachting. Met optimistische vooruitzichten voor heel 2021 krijgt de nieuwe CEO duidelijk een vliegende start als welkomstcadeau. KBCS blijft de waardering aantrekkelijk vinden en handhaaft daarom het “Kopen”-advies met koersdoel van 80 euro

### Twecijferige groei

AB InBev boekte een totale volumegroei over het voorbije kwartaal van 13,3% tot 135,55 miljoen hectoliter (128,55 miljoen verwacht). De netto-omzet steeg iets sterker met 17,2% tot 12,293 miljard dollar (11,568 miljard verwacht), waaronder een solide omzetgroei per hl van 3,7%.

De genormaliseerde bedrijfskasstroom steeg met 14,2% tot 4,267 miljard dollar (4,091 miljard verwacht), met een positieve merkenmix en kostendiscipline die tegengewicht boden voor de verwachte impact van transactionele wisselkoers- en grondstoffenkoersschommelingen, de mix van kanalen en verpakkingen en hogere bonussen.

### Nieuw bier in oude vaten

De CEO-wissel is vanzelfsprekend belangrijk nieuws, maar na maanden van speculatie is niemand nog verrast. Ook niet over wie uiteindelijk in de schoenen van Carlos Brito stapt. Michel Doukeris, momenteel verantwoordelijk voor AB InBev Noord-Amerika, neemt het vanaf 1 juli 2021 van Brito over.

Het is natuurlijk afwachten hoe hij die rol zal invullen, maar volgens KBC Securities heeft hij alvast een goede staat van dienst opgebouwd in de regio waarvoor hij nu verantwoordelijk is. Afwachten hoe die het er in het laatste kwartaal onder zijn leiding vanaf zal brengen, maar over de voorbije drie maanden stelde hij alvast niet teleur.

### Regioprestatie

Een duik in het kwartaalrapport van de groep leert trouwens dat, onder meer op het niveau van de volumes, alles divisies beter presteerden dan verwacht. Enkel in Europa blijft het met een negatieve volumegroei nog wat haperen.

- **Noord-Amerika:** volumes +2,9% tot 25,14 miljoen hectoliter of beter dan de daling met 0,5% die was verwacht. Ook de omzet deed met een groei van 5,9% beter dan de 1,5% waar op was gerekend. Op het niveau van de bedrijfskasstroom leverde de groep met een groei van 2,2% ook een betere prestatie dan de -0,7% waar rekening mee werd gehouden. De verkopen aan de groothandel stegen met 2,9%, terwijl die aan retail met 0,8% daalden. Volgens de groep is voor die laatste opnieuw sprake van groei sinds eind april.

Tabel 1. Geconsolideerde resultaten (miljoen USD)

	1Q20	1Q21	Interne groei
<b>Volumes (duizend hl)</b>	<b>119 683</b>	<b>135 553</b>	<b>13.3%</b>
AB InBev eigen bieren	103 435	119 010	14.9%
Niet-biervolumes	15 383	15 944	4.0%
Producten van derden	864	598	-22.5%
<b>Opbrengsten</b>	<b>11 003</b>	<b>12 293</b>	<b>17.2%</b>
<b>Brutowinst</b>	<b>6 431</b>	<b>7 050</b>	<b>14.8%</b>
Brutomarge	58.4%	57.3%	-122 bps
<b>Genormaliseerde EBITDA</b>	<b>3 949</b>	<b>4 267</b>	<b>14.2%</b>
Genormaliseerde EBITDA-marge	35.9%	34.7%	-91 bps
<b>Genormaliseerde EBIT</b>	<b>2 805</b>	<b>3 113</b>	<b>18.4%</b>
Genormaliseerde EBIT-marge	25.5%	25.3%	26 bps
Winst van voortgezette bedrijfsactiviteiten toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	-2 375	595	
Winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	-2 250	595	
<b>Genormaliseerde winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten</b>	<b>-845</b>	<b>1 013</b>	
Onderliggende winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	1 015	1 099	
Winst per aandeel (USD)	-1.13	0.30	
Genormaliseerde winst per aandeel (USD)	-0.42	0.51	
Onderliggende winst per aandeel (USD)	0.51	0.55	

- **Midden-Amerika:** volumes +10,4% tot 33,06 miljoen hectoliter, beter dan de 31,13 miljoen verwacht. Dat vertaalde zich in een omzetgroei van 16% die eveneens een stuk hoger was dan de 7% waar rekening mee werd gehouden. De genormaliseerde bedrijfskasstroom zwol met 10,6% aan zette daarmee de

Tabel 2. Volumes (duizend hl)

	1Q20	Scope	Interne groei	1Q21	Interne groei	
					Volumes	Eigen bieren
Noord-Amerika	24 383	52	702	25 137	2.9%	1.8%
Midden-Amerika	29 937	-	3 127	33 064	10.4%	12.2%
Zuid Amerika	34 260	58	4 145	38 463	12.1%	15.1%
EMEA	18 087	-51	-371	17 665	-2.1%	-0.1%
Azië-Pacific	12 781	-	8 096	20 876	63.3%	64.1%
Globale Export en Holdingmaatschappijen	236	-32	143	347	70.1%	67.9%
<b>AB InBev Wereldwijd</b>	<b>119 683</b>	<b>27</b>	<b>15 843</b>	<b>135 553</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.9%</b>

verwachting van 3,5% stevig in de schaduw. In Mexico was sprake van een hoge ééncijferige omzetgroei, met groei van het marktaandeel, terwijl de bedrijfskasstroom vlak bleef. In Colombia groeide de omzet met zo'n 25% (mid twenties), met een klim van de bedrijfskasstroom van iets meer dan 20% (low twenties).

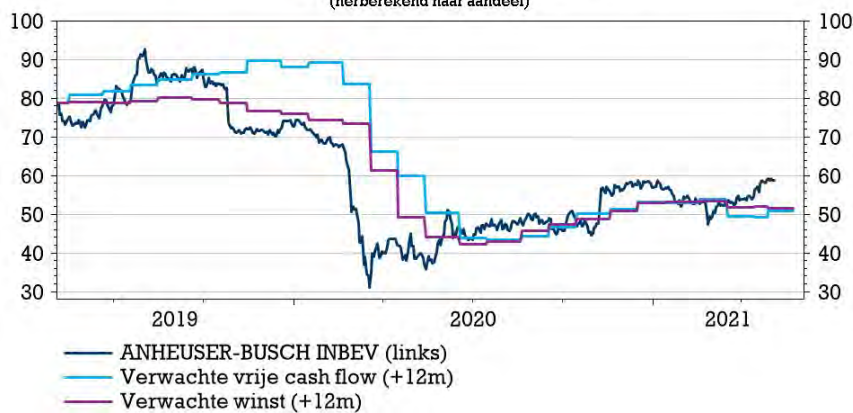
- **Zuid-Amerika:** volumes +12,1% tot 38,46 miljoen hectoliter, tegen 8% groei verwacht. Daar werd op het niveau van de omzet een turbo op gezet (+29%) tot 2,248 miljard dollar of beter dan de 2,1 miljard die was verwacht. De lijn werd doorgetrokken op het niveau van de bedrijfskasstroom die met 23,3% tot 763 miljoen dollar toenam, terwijl slechts op 664 miljoen was gerekend. De omzet in Brazilië steeg met 24%, goed voor een groeiend marktaandeel, en de bedrijfskasstroom steeg in dat land met 20,3%.
- **EMEA:** volumes -2,1% tot 17,67 miljoen hectoliter, maar beter dan de daling van 9% die was verwacht. Dat sijnpelde door in een kleiner dan verwachte daling van de omzet van 0,4% en dus niet de -7,5%. De genormaliseerde bedrijfskasstroom daalde met een 14,0% tot 403 miljoen dollar, terwijl-17,4% tot 398 miljoen dollar was verwacht.
- **APAC:** volumes +63,3% tot 20,88 miljoen hectoliter, terwijl slechts op 50,7% groei was gerekend. De omzet ging er met 61,7% op vooruit en strandde daarmee op 1,635 miljard dollar, terwijl de lat slechts op 1,515 miljard lag. De bedrijfskasstroom sprong 167% hoger tot 570 miljoen euro en voorbij de lat die op 486 miljoen lag.

## Vooruitzichten

AB InBev sleutelde aan de vooruitzichten en rekest voor 2021 op een groei van de genormaliseerde bedrijfskasstroom tussen 8 à 12%. De omzetgroei zou groter moeten zijn dankzij een combinatie van volume en prijs. Hoewel niet vermeld, geven de vooruitzichten nog steeds aan dat AB InBev tegenwind zal ondervinden van wisselkoersschommelingen en van de grondstoffenprijzen. Voorafgaand aan de cijferset mikte KBC Securities op een stijging van de omzet met 8,4% en een stijging van de bedrijfskasstroom met 13,1%.

## AB InBev tegenover de verwachtingen

(herberekend naar aandeel)

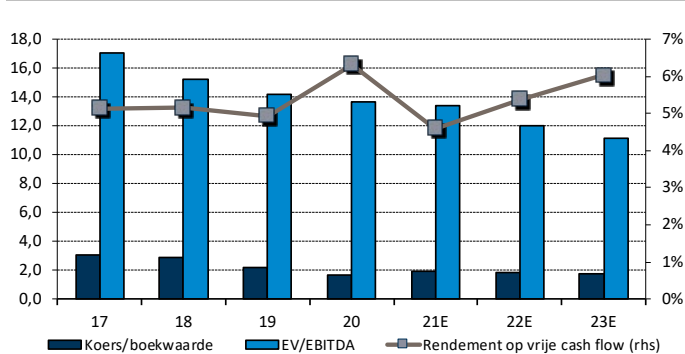


Bron: Refinitiv Datastream

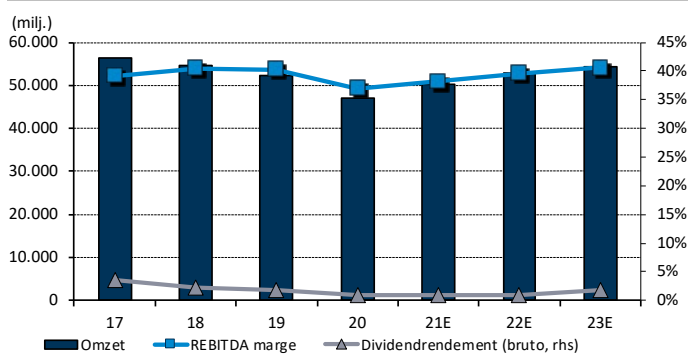
## De mening van KBS Securities

Met een tweecijferige groei van zowel de volumes als de bedrijfskasstroom boekte AB InBev boekte resultaten over het eerste kwartaal die respectievelijk 6% en 5% boven de lat gingen. De biergroep bevestigde na maanden van geruchten dat Michel Doukeris de nieuwe CEO wordt, een oudgediende die zijn strepen bij de groep momenteel verdient in Noord-Amerika.

AB InBev blijft interessant voor KBC Securities omwille van zijn leidende positie op de wereldwijde biermarkt, hoge intrinsieke rentabiliteit en de groeivoorzichten op lange termijn in zijn opkomende markten (ruwweg 70% van het groepstotaal). Ze blijven de waardering aantrekkelijk vinden en handhaven het "Kopen"-advies met koersdoel van 80 euro.

**WAARDERINGS MULTIPLES AB InBev**


Bron: KBC Securities

**OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT AB InBev**


Bron: KBC Securities

AB InBev	17	18	19	20E	21E	22E	23E
<b>Omzet (milj.)</b>	56.444,0	54.619,0	52.329,0	46.881,0	50.208,9	52.762,9	54.362,5
<b>REBITDA (milj.)</b>	22.084,0	22.080,0	21.078,0	17.320,0	19.143,0	20.897,7	22.053,6
<b>REBITDA marge</b>	39,1%	40,4%	40,3%	36,9%	38,1%	39,6%	40,6%
<b>Netto resultaat (milj.)</b>	7.968,0	4.368,0	9.172,0	1.405,0	5.737,8	7.109,5	8.091,1
					<b>21E</b>	<b>22E</b>	<b>23E</b>
<b>P/E</b>	28,7x	28,1x	23,9x	23,4x	25,0x	20,2x	17,7x
<b>EV/EBITDA</b>	17,0x	15,2x	14,2x	13,6x	13,4x	12,0x	11,1x
<b>Koers/boekwaarde</b>	3,0x	2,9x	2,2x	1,7x	1,9x	1,8x	1,7x
<b>Rendement op vrije cash flow</b>	5,1%	5,2%	4,9%	6,3%	4,6%	5,4%	6,0%
<b>Dividendrendement (bruto)</b>	3,6%	2,2%	1,7%	1,0%	0,9%	0,9%	1,7%
					<b>21E</b>	<b>22E</b>	<b>23E</b>
<b>Nettoschuld (€m)</b>	104.623,0	102.645,0	95.602,0	82.779,0	78.352,9	72.906,2	67.762,8
<b>Net debt/REBITDA</b>	4,74x	4,65x	4,54x	4,78x	4,09x	3,49x	3,07x
					<b>21E</b>	<b>22E</b>	<b>23E</b>
<b>Omzet-groei</b>	24,0%	-3,2%	-4,2%	-10,4%	7,1%	5,1%	3,0%
<b>REBITDA-groei</b>	30,7%	0,0%	-4,5%	-17,8%	10,5%	9,2%	5,5%
<b>Netto winstgroei</b>	567,9%	-45,2%	110,0%	-84,7%	308,4%	23,9%	13,8%

Bron: KBC Securities

## “AB Inbev vertaalt omzetgroei niet in winstexplosie”

*Uit het departement: “Bier hier, maar niet zo in de VS en in Azië”*



Wie het persbericht met de kwartaalresultaten van AB InBev (-5%) in zijn mailbox ziet verschijnen, weet dat er een heuse cijferlawine aan zit te komen. Samengevat, echter, is er tussen die cijferhoop deze keer relatief makkelijk een lijn te trekken: de biergroep overtuigt beleggers niet ondanks het verkoopvolume met 20,8% steeg tot boven verwachting en de totale omzet van de groep zelfs 27,6% steeg, ondanks zwakte in Noord-Amerika en Asia-Pacific. Het schoentje knelt bij de winstgroei, die iets onder de consensusverwachting bleef hangen: de bedrijfskasstroom (EBITDA) steeg met 31% in het tweede kwartaal, terwijl gemikt werd op een groei met 35,3%. Terwijl de jaardoelstellingen behouden blijven, is er nu de vraag hoe makkelijk de hogere grondstoffenprijzen kunnen worden doorgerekend, opdat ze de vruchten van de heropening niet zullen afvangen. KBC behoudt alleszins koersdoel en advies.

### Kwartaalcijfers

In het tweede kwartaal stegen de volumes autonoom met 20,8% tot 144,8 miljoen hectoliter (verwacht werd: +19,4% tot 143,36 miljoen hectoliter). De netto-omzet steeg daardoor met een hogere dan verwachte 27,6% tot 13,54 miljard dollar (verwacht: 24,1%), wat de groei van de omzet per hectoliter op 5,8% zet.

Tot zover het goede nieuws, want de groei van de genormaliseerde bedrijfskasstroom (EBITDA) stelde teleur. Het cijfer dikte met 31% aan tot 4,85 miljard dollar dankzij een eenmalig positief effect van 226 miljoen dollar

(komende van belastingkredieten in Brazilië). Dat betekent dat de EBITDA zonder het belastingeffect 3% lager zou zijn uitgekomen dan de verhoopte groei met 35,3%). Niettemin werden de marges positief beïnvloed door hogere volumes, operationele hefboomwerking, opbrengstenbeheersing en kostenbesparingen, zodat ze stegen van 33,2% naar 35,8%. Maar dat werd deels tenietgedaan door tegenvallende grondstofprijzen en wisselkoerseffecten.

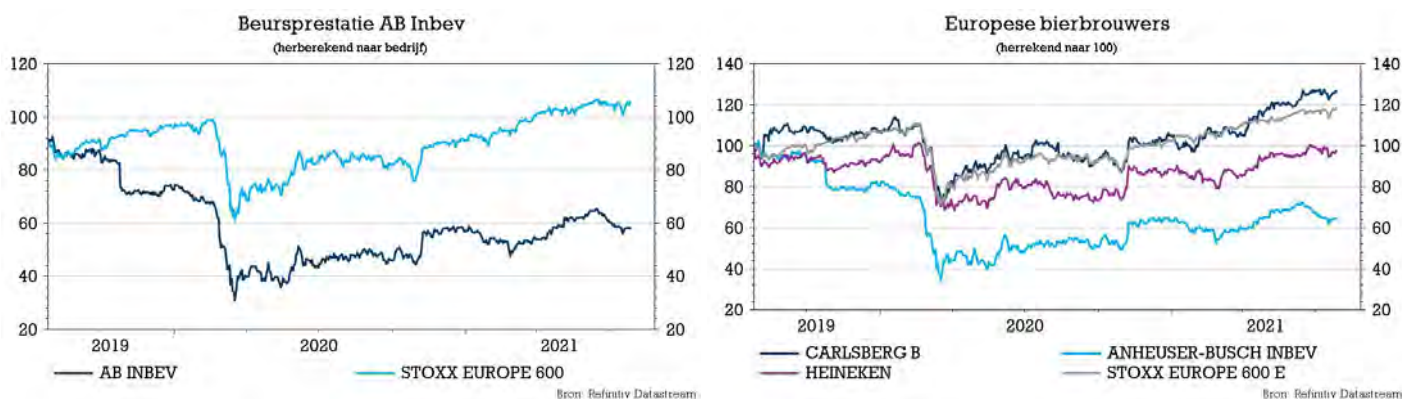
**Tabel 1. Geconsolideerde resultaten (miljoen USD)**

	2Q20	2Q21	Interne groei
<b>Volumes (duizend hl)</b>	<b>119 896</b>	<b>144 845</b>	<b>20.8%</b>
AB InBev eigen bieren	106 858	128 625	20.5%
Niet-biervolumes	12 194	15 299	23.2%
Producten van derden	842	921	30.4%
<b>Opbrengsten</b>	<b>10 294</b>	<b>13 539</b>	<b>27.6%</b>
<b>Brutowinst</b>	<b>5 770</b>	<b>7 819</b>	<b>31.1%</b>
Brutomarge	56.1%	57.8%	152 bps
<b>Genormaliseerde EBITDA</b>	<b>3 414</b>	<b>4 846</b>	<b>31.0%</b>
Genormaliseerde EBITDA-marge	33.2%	35.8%	88 bps
<b>Genormaliseerde EBIT</b>	<b>2 297</b>	<b>3 665</b>	<b>44.8%</b>
Genormaliseerde EBIT-marge	22.3%	27.0%	302 bps
Winst van voortgezette bedrijfsactiviteiten toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	-1 580	1 862	
Winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	351	1 862	
Genormaliseerde winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten	921	1 911	
<b>Onderliggende winst toe te rekenen aan houders van AB InBev eigenvermogensinstrumenten</b>	<b>790</b>	<b>1 512</b>	
Winst per aandeel (USD)	0.18	0.93	
<b>Genormaliseerde winst per aandeel (USD)</b>	<b>0.46</b>	<b>0.95</b>	
<b>Onderliggende winst per aandeel (USD)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.75</b>	

- **Noord-Amerika:** de volumes stegen met 1,9% tot 28,1 miljoen hectoliter (verwacht: +4,7%), terwijl de genormaliseerde EBITDA 0,9% daalde tot 1,61 miljard dollar (verwacht: +6,8%).
- **Midden-Amerika:** de volumes stegen met een forse 59,3% tot 34,92 miljoen hectoliter (verwacht: +57,4%, terwijl de genormaliseerde EBITDA verdubbelde (+100,6%) tot 1,45 miljard dollar (verwacht: +87,4%)
- **Zuid-Amerika:** de volumes stegen met 17,7% tot 33,46 miljoen hectoliter (verwacht: +11,2%, terwijl de genormaliseerde EBITDA 24,8% steeg tot 684 miljoen dollar (verwacht: +25,0%). De omzet in Brazilië ging met 28,6% hoger, waarbij het biersegment opnieuw beter presteerde dan de brede sector.
- **Europa en Midden-Oosten:** de volumes stegen met 48,5% tot 22,88 miljoen hectoliter (verwacht: +34,9% tot), terwijl de genormaliseerde EBITDA explodeerde met 137,8% tot 658 miljoen dollar (verwacht: +137,1%).
- **Asia Pacific:** de volumes krompen met 4,0% tot 25,2 miljoen hectoliter (verwacht: +5,5%), terwijl de genormaliseerde EBITDA 4,5% steeg tot 672 miljoen dollar (verwacht: +17,7% tot 738 miljoen dollar).

## Balans

De kasstromen bleven al bij al op peil, zodat de schuldratio (nettoschuld/EBITDA) daalde van 4,8x per einde 2020 tot 4,4x op het einde van juni 2021. Die daling is een integraal gevolg van de stijgende bedrijfskasstroom (EBITDA), omdat het nominale niveau van de nettoschuld steeg tot 83,4 miljard dollar.



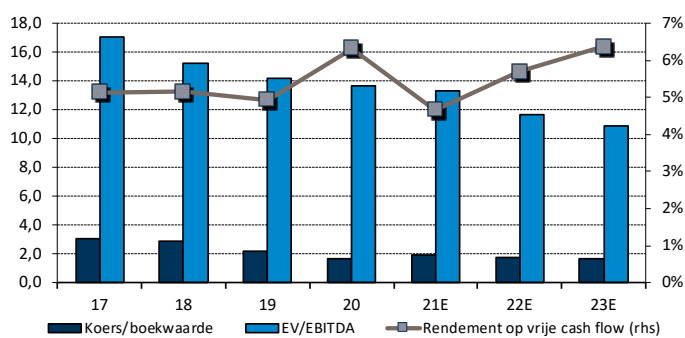
## Vooruitzichten

De brouwer herhaalde haar verwachtingen voor 2021. De aangepaste EBITDA-groei moet landen tussen 8 en 12%, terwijl de omzetgroei met een hoger percentage zou moeten stijgen, dankzij een gezonde combinatie van hogere volumes en prijsondersteuning. Vóór de bekendmaking van de tweede kwartaal resultaten gingen de prognoses van KBCS uit van een organische omzetgroei van 13,2% (tot 52,38 miljard dollar) en een organische EBITDA-groei van 12,6% (tot 19,13 miljard dollar), terwijl alle analisten samen een respectievelijke groei van 12,8% en 11,4% vooropgesteld hadden.

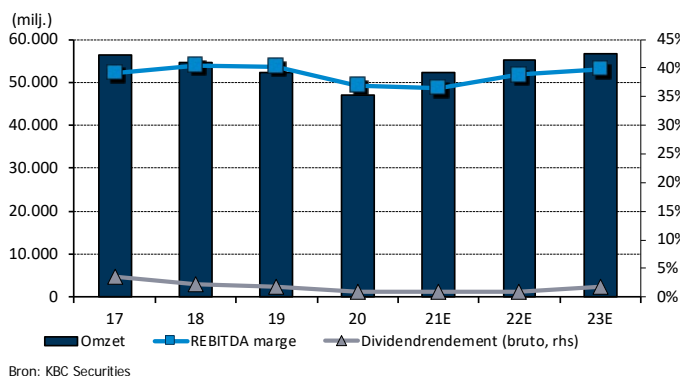
## De visie van KBC Securities

De omzetgroei was sterker dan verwacht, maar de bedrijfskasstroom lag zo'n 3% onder de verwachtingen. Margedruk, dus, wat vandaag tot teleurstelling op de beursvloer leidt (-5%). Ondanks de EBITDA-prognose voor heel 2021 behouden bleef (+8 à +12%), hadden analisten zich vooraf duidelijk gepositioneerd aan de bovenkant van deze brede verwachtingsvork, zodat het niet halen van de EBITDA-marges in het eerste halfjaar vraagtekens zet bij die analistenverwachtingen. KBC Securities blijft AB InBev ondertussen wél waarderen voor zijn leidende positie op de wereldwijde biermarkt, hoge intrinsieke rentabiliteit en lange termijn groeivoorzichten in de opkomende markten (die maken ruwweg 70% uit van het groepstotaal). De waardering blijft aantrekkelijk, zeker na de koersval, want het aandeel noteert voor 2022 aan een koerswinst verhouding van iets minder dan 19,1x en een EV/REBITDA verhouding van 11,7x). Het "Kopen"-advies en koersdoel van 80 euro blijven op de tabellen staan.

WAARDERINGSMULTIPLES AB InBev



OMZET EN DIVIDENDRENDEMENT AB InBev



AB InBev	17	18	19	20E	21E	22E	23E
Omzet (milj.)	56.444,0	54.619,0	52.329,0	46.881,0	52.379,1	55.053,7	56.734,6
REBITDA (milj.)	22.084,0	22.080,0	21.078,0	17.320,0	19.136,8	21.353,3	22.553,8
REBITDA marge	39,1%	40,4%	40,3%	36,9%	36,5%	38,8%	39,8%
Netto resultaat (milj.)	7.968,0	4.368,0	9.172,0	1.405,0	5.679,8	7.356,0	8.345,2
					21E	22E	23E
P/E	28,7x	28,1x	23,9x	23,4x	25,5x	19,1x	16,8x
EV/EBITDA	17,0x	15,2x	14,2x	13,6x	13,3x	11,7x	10,8x
Koers/boekwaarde	3,0x	2,9x	2,2x	1,7x	1,9x	1,8x	1,7x
Rendement op vrije cash flow	5,1%	5,2%	4,9%	6,3%	4,7%	5,7%	6,4%
Dividendrendement (bruto)	3,6%	2,2%	1,7%	1,0%	0,9%	0,9%	1,7%
					21E	22E	23E
Nettoschuld (€m)	104.623,0	102.645,0	95.602,0	82.779,0	78.534,5	72.970,0	67.713,8
Net debt/REBITDA	4,74x	4,65x	4,54x	4,78x	4,10x	3,42x	3,00x
					21E	22E	23E
Omzet-groei	24,0%	-3,2%	-4,2%	-10,4%	11,7%	5,1%	3,1%
REBITDA-groei	30,7%	0,0%	-4,5%	-17,8%	10,5%	11,6%	5,6%
Netto winstgroei	567,9%	-45,2%	110,0%	-84,7%	304,3%	29,5%	13,4%

Bron: KBC Securities

## Technical analysis

