

**Heineken NV.**

Holandský pivovar Heineken je přední světový výrobce piva, který byl založen v roce 1863 v Amsterdamu. V uplynulých 140 letech se třem generacím z rodu Heinekenů podařilo z malého rodinného pivovaru vybudovat přední pivovarnickou skupinu. Společnost dnes vlastní a provozuje portfolio 170 pivovarnických značek, mezi nejvýznamnější a nejcennější patří Heineken a Amstel. Pivovar působí také na území ČR, a to pod značkami: Krušovice, Starobrno, Hostan, Zlatý bažant, Heineken, Amstel a Murphy's.

**Základní údaje:**

Ticker: HNK1 (XETRA)

Sektor: Nápoje

Tržní kapitalizace: 20,37 miliard EUR

Uzavírací cena k 29.1.2008: 40,30 EUR

Průměrný denní objem obchodování: 2 mld. EUR

Za posledních 52 týdnů bylo minimum 35,40 EUR, maximum 48,95 EUR.

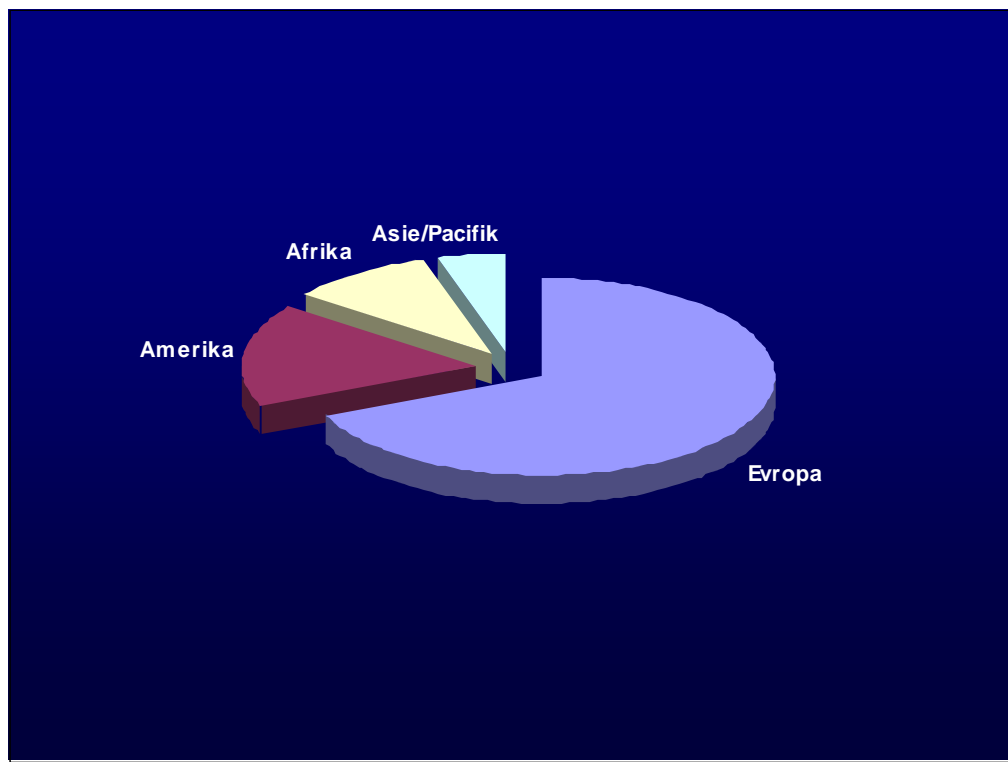
Koeficient Beta: 0,79 proti indexu DAX

Graf č. 1 pětiletý graf vývoje cen akcií (zdroj. Bloomberg)



Skupina Heineken patří mezi pět největších pivovarů na světě. Pod mnoha svými značkami prodá ročně okolo 150 milionů hektolitrů piva. Průměrné tempo růstu produkce za poslední tři roky je 9,8 procenta. Pivovar Heineken působí téměř po celém světě, nejvýznamnější pozici však zaujímá v západní Evropě. Z Evropy pochází téměř 70 procent veškerých příjmů společnosti. Více než 10 procent tržeb je pak realizováno v Americe a také afrických státech.

Graf č. 2 teritoriální rozdělení tržeb společnosti



### Západní Evropa

S prodanými 32,3 mil. hektolitry piva v roce 2006 je pivovarnická skupina jedničkou na trhu v tomto regionu. Tržby za rok 2006 dosáhly 5,4 miliardy EUR a EBIT 920 mil. EUR. Oproti předchozímu roku se množství prodaného piva zvýšilo pouze nepatrně, což je způsobeno silnou konkurencí a mírným poklesem poptávky. Společnost Heineken si v tomto regionu stále udržuje svoji vedoucí pozici. Mezi země s největší spotřebou piva patří Španělsko, Holandsko a Belgie. Do budoucna se neočekává výraznější nárůst poptávky po pivu, je pravděpodobné že množství prodaného piva v tomto regionu bude i nadále stejné jako v předchozích letech. Očekává se, že tržby vzrostou o 0,7 %.

### Střední a východní Evropa

Tržby za rok 2006 dosáhly 3,4 miliardy EUR a EBIT 339,2 mil. EUR, celkový objem prodaného piva dosáhl úrovně 46,9 mil. hektolitrů. Jedná se tak o 20 % nárůst oproti předchozímu roku. Průměrné tempo růstu prodaného piva za posledních pět let je 23 %. Právě tento region, především pak východní Evropa, má velký růstový potenciál. Zvyšování podílu na těchto trzích je tak pro budoucí vývoj společnosti klíčovou záležitostí. Země s největší spotřebou piva jsou ČR, Rusko, Polsko a Německo (společnost řadí Německo do tohoto

regionu). Do budoucna se očekává silný nárůst objemu prodaného piva a to také díky dalším akvizicím, které byly ke konci roku 2007 provedeny.

V České republice se po koupení krušovického pivovaru stal Heineken třetím největším hráčem na trhu. Pozitivně je vnímána také akvizice běloruského pivovaru Syabar Brewing, který vlastní druhou nejprodávanější značku piva v Bělorusku. Prodeje tohoto pivovaru vzrostly v minulém roce o 62 %, a to na 600 tisíc hektolitrů piva. Blok zemí bývalého Sovětského svazu patří mezi nejrychleji se rozvíjející trhy. Spotřeba piva zde roste výrazně rychleji než v zemích střední a západní Evropy.

### **Amerika**

Tržby z prodeje piva v USA a Latinské Americe tvoří zhruba 15,4 % celkových příjmů společnosti. Za rok 2006 se v těchto zemích prodalo 13,2 mil. hektolitrů piva, z čehož 8,6 miliónů hektolitrů bylo prodáno v USA. Celkové množství prodaného piva se meziročně zvýšilo o 11 % z předchozích 11,7 mil. hektolitrů piva. Největší spotřebitel piva v tomto regionu jsou Spojené státy. Z celkového objemu dováženého piva do USA pochází 19 % od společnosti Heineken, která je tak největším importérem piva do této země. Průměrné roční tempo růstu tohoto regionu v posledních pěti letech je 12 %. Očekává se, že v následujících letech poklesne tempo růstu poptávky po pivu, v roce 2008 se odhaduje zvýšení poptávky téměř o 8 %.

### **Afrika**

Pozice Heinekenu na Africkém kontinentu je velmi silná, ve všech zemích kde působí je jednoznačně největší společností na trhu. Nejsilnější pozici má v Egyptě a Nigerii kde ovládá 96 % respektive 76 % trhu. Poptávka po pivu v těchto zemích je tvořena především turistickým ruchem. Za rok 2006 se na africkém kontinentu prodalo více než 13 miliónů hektolitrů piva a tržby dosáhly úrovně 1,2 miliardy EUR. Oproti předchozímu roku vzrostl objem prodaného piva o 15 % a tržby se zvýšily o 13 %. Průměrné tempo růstu prodaného piva v posledních pěti letech je 11,3 %. Díky velmi silné pozici na trhu a zvyšujícímu turistickému zájmu o africké země očekáváme nárůst prodaného piva o 11 %.

### **Asie a Pacifik**

Heineken prodá ročně v tomto regionu okolo 6,5 miliónů hektolitrů piva. Skupina působí téměř po celém kontinentu, a to především přes společnost Asia Pacific Breweries. Nejvýznamnějšími zeměmi kde má Heineken zastoupení jsou Čína, Vietnam, Singapur, Austrálie a Indie. Množství prodaného piva v tomto regionu je prozatím malé, díky akvizicím z předchozích let by se měl objem prodejů do dvou let zdvojnásobit. Velké očekávání jsou především od zemí jako Vietnam, Austrálie a Singapur. Růstový potenciál má také Čína, avšak díky velmi tvrdému konkurenčnímu boji jsou zisky z této země téměř nulové. Významným trhem se v budoucnu stane také Indie, kde se prozatím celková spotřeba piva pohybuje okolo 8 miliónů hektolitrů. Změna tradic a vliv západních zemí však vedou ke stále větší oblibě chmelového nápoje.

## Hospodaření společnosti

Tab. č. 1 hospodaření společnosti Heineken (mil. EUR)

Rok	2004	2005	2006	2007*	2008*	2009*
Tržby	10 062	10 796	11 829	12 976	13 885	15 065
Náklady	8 714	9 547	10 403	11 235	12 010	13 091
Provozní zisk	1 348	1 249	1 426	1 741	1 874	1 974
Čistý zisk	642	761	1 211	1 490	1 641	1 806

\*predikce výsledků

Vysoká poptávka po produktech společnosti Heineken a snaha managementu o snižování fixních nákladů se pozitivně odráží na hospodářských výsledcích. Tržby rostou průměrným tempem 9 % ročně a stejným tempem se zvyšují také náklady. Průměrné roční tempo růstu čistého zisku je téměř 40 %. Ziskové marže se pohybují okolo 10,5 %, což představuje průměr sektoru. Management Heinekenu snižuje od roku 2005 fixní náklady a do konce tohoto roku má dosáhnout úspory 450 mil. EUR. Ke konci roku 2006 se tyto náklady snížily o 180 mil. EUR. Na celkových nákladech se projevuje snaha o pronikání na nové trhy a posilování pozice na stávajících trzích. V posledních čtyřech letech byly průměrné investiční náklady 1,5 miliardy EUR. Vliv na růst celkových nákladů společnosti má také zdražování vstupů, jako chmel, voda, energie a obilniny. Především pak náklady na energii, ječmen a vodu zaznamenaly v uplynulém roce výrazný nárůst. Díky vyšším cenám vstupů se neočekává zvýšení ziskových marží společnosti. Nárůst zisku je tak způsoben především zvednutím produkce.

V následujících letech očekáváme díky zvýšené poptávce po pivu nárůst tržeb a zisků. Není příliš pravděpodobné, že společnost významně zvýší své ziskové marže a tak úspěšnost hospodaření je závislá především na množství prodaného piva. V následujících třech letech tržby porostou v průměru o 8,8 % a náklady se průměrně zvýší o 8,1 %. Čistý zisk pak vzroste v průměru o 14 % ročně.

Tab. č. 2 základní poměrové ukazatele společnosti

Ukazatel/rok	2006	2007
P/E	14,59	15,97
P/S	1,49	1,78
P/CF	9,54	11,81
P/BV	3,52	4,29
EBIT (mld. EUR)	1,426	2,644
EBITDA (mld. EUR)	2,212	3,568
Běžná likvidita	1,42	1,11
Okamžitá likvidita	0,84	0,74
Dluh/aktiva (%)	27,52	25,64
ROE (%)	26,98	28,65
ROA (%)	9,76	10,53

Základní poměrové ukazatele hovoří také pro nákup tohoto akciového titulu. Akcie jsou ve vztahu k zisku a tržbám stále levné. Společnost má v současné době relativně malou zadluženost, když poměr celkových dluhů k aktivům je 25,6 %. Pozitivní jsou také ukazatele likvidity, společnost má dostatek krátkodobých aktiv k pokrytí svých krátkodobých závazků (běžná likvidita je 1,11 a pohotová likvidita je 0,74). Velmi pozitivní jsou také ukazatele rentability, když ROE je 28,6 %, ROA dosahuje hodnoty 10 %.

## Důvody k nákupu

### ➤ Rostoucí poptávka po pivu

Výroba a prodej piva patří mezi defenzivní odvětví, které není příliš ovlivněno jednotlivými fázemi hospodářského cyklu. Očekávané ochlazení globální ekonomiky tak neohrozí hospodaření společnosti. Největší zisky má skupina pivovarů Heineken v Evropě. Zatímco v západní části starého kontinentu je zvýšení tržeb a objemu prodeje díky silné konkurenci omezeno, tak region střední a východní Evropy je pro společnost důležitým teritoriem se silným růstovým potenciálem. Díky vysoké poptávce po pivu a zvyšování podílu v tomto regionu se očekává silný růst objemu prodaného piva. Především pak země jako Polsko, Rusko, ale i Česká republika představují pro Heineken dobré příležitosti.

Změna ve struktuře spotřeby alkoholických nápojů u Asijských zemí je pozitivním jevem pro Heineken. Největší růst tržeb se očekává především ve Vietnamu, Singapuru a dlouhodobě také v Indii a Číně. Díky vzrůstajícímu turistickému zájmu o africké země vzroste objem prodaného piva také v tomto regionu.

### ➤ Mistrovství Evropy ve fotbale

V tomto roce bude trh s pivem významně ovlivněn mistrovstvím Evropy ve fotbale, které se bude konat v průběhu června na území Rakouska a Švýcarska. Velké fotbalové turnaje jsou vždy pozitivní pro výrobce piva, v jejich průběhu se významně zvyšuje konzumace chmelového nápoje a pivovarům tak rostou tržby a zisky. Heineken má v pořadatelských zemích silné zastoupení, patří zde mezi klíčové hráče na trhu. Společnost tak podle odhadů managementu prodá v Rakousku a Švýcarsku o 24 % více piva než o rok dříve.

### ➤ Významný hráč na trhu

Skupina Heineken patří, s množstvím prodaného piva okolo 150 mil. hektolitrů, k největším pivovarům na světě. O významu a velikosti hovoří také tržní kapitalizace ve výši 20 miliard EUR. Díky velkému počtu fúzí a akvizic působí společnost téměř po celém světě. Nejvýrazněji byla tržní pozice posílena v Asii a východní Evropě. V České republice je Heineken, poté co koupil pivovar Krušovice, třetím největším hráčem na trhu.

V současné době se Heineken společně s dánským pivovarem Carlsberg pokoušejí převzít největšího britského výrobce piva Scottish & Newcastle, který působí pod značkami: Foster's, Kronenbourg 1664, John Smith's a Strongbow. V případě úspěšného převzetí by se holandský pivovar stal trojkou na trhu. Poslední nabídka na převzetí se pohybovala okolo 7,8 miliard liber (800 pencí na akcii). Podle posledních neoficiálních vyjádření managementu britského pivovaru byla tato nabídka přijata.

### ➤ Rozsáhlé investice do akvizic

Společnost Heineken v posledních čtyřech letech investuje značnou část svých příjmů do nových investic, které mají za účel především pronikání na nové trhy a upevňování stávajících pozic. V roce 2006 bylo proinvestováno 800 mil. euro a v roce 2005 vložila společnost do dalšího rozvoje 1,4 mil. euro. Mezi poslední investice patří nákup pivovaru Krušovice a největšího běloruského výrobce piva Syabar Brewing. Dále je plánováno již zmiňované převzetí pivovaru Scottish & Newcastle. Investice v roce 2008, v případě ukončení výše uvedené akvizice, přesáhnou 4,2 mld. EUR a v následujícím roce se budou pohybovat na úrovni 1,28 mld. EUR.

## Rizika

### ➤ **Tlak společnosti na snížení spotřeby alkoholu**

V posledních letech celosvětově stoupá boj proti spotřebě alkoholických nápojů. Jejich konzumace je ve všech vyspělých státech omezována a v některých i zakázána. Tato omezení mohou negativně ovlivnit poptávku po alkoholických nápojích, tím i pivu. Nejvýraznější omezení jsou v západní Evropě a Spojených státech.

### ➤ **Nepředpokládané zdražení vstupů**

Skokové zdražení vstupů (energie, ječmen, chmel...) by vedlo k poklesu ziskových marží společnosti a zhoršení hospodářských výsledků.

### ➤ **Poškození značky pivovaru Heineken**

Značka piva Heineken patří mezi nejvýznamnější a nejcennější značky na světě. Poškození označení pivovaru jakýmkoliv způsobem (špatná kvalita výrobků, korupční skandály managementu společnosti.....) může mít za následek snížení prodeje a následné zhoršení hospodaření pivovaru.

## Stanovení cílové ceny

Z výše uváděných důvodů představuje akciový titul Heineken dobrou příležitost k nákupu. Akcie této pivovarnické skupiny jsou podle našeho názoru v současné době levné a díky stabilní poptávce po pivu očekáváme jejich budoucí růst. Cílová cena akcií byla stanovena na 52 EUR, a to s investičním horizontem 1 rok (růstový potenciál cca 29 %). Ke stanovení této cílové ceny byl použit model Free Cash Flow to Equity (FCFE). Pro potřeby modelu bylo nutno odhadnout hned několik účetních položek (tržby, zisk, náklady, odpisy, investice..). K výpočtu bylo použito vlastních expertních odhadů budoucího hospodaření firmy v kombinaci s odhady uveřejňované agenturou Bloomberg. Kalkulace tohoto modelu je založena na výpočtu cash flow na akcii a jeho následné diskontování. Diskontní míra pro akciový titul Heineken NV. byla stanovena na úroveň 9,5 procenta.

V modelu FCFE se počítá s průměrným ročním růstem tržeb společnosti o 8,9 % v následujících letech a zároveň je odhadováno zvýšení nákladů v průměru o 8,1 % ročně. Do modelu je zahrnuta také plánovaná investice do Britského pivovaru Scottish & Newcastle v celkové výši 3,8 mld. EUR. V roce 2008 byly celkové investiční výdaje měly dosáhnout 4,2 mld. EUR, v následujících letech se počítá s investicemi ve výši 1,28 a 1,25 mld. EUR.

Jako podpůrného bylo použito historického modelu P/S. Kalkulace vnitřní hodnoty pomocí historického modelu P/S je založena na porovnání průměrné historické ceny akcií a průměrné historické výši tržeb na akcii. Vnitřní hodnota je následně výsledkem násobku tohoto ukazatele a očekávaných tržeb pro následující rok. Při stanovení cílové ceny byl v rámci modelu použit průměrný historický kurz na základě týdenních závěrečných kurzů za poslední čtyři roky (zdroj dat Bloomberg). Pro výpočet průměrných historických tržeb bylo využito tržeb společnosti v posledních čtyřech letech.

Ing. Josef Novotný  
finanční analytik  
www.fio.cz  
josef.novotny@fio.cz

Dozor nad Fio, burzovní společností, a.s. vykonává Česká národní banka.

Veškeré informace uvedené na těchto webových stránkách jsou poskytovány Fio, burzovní společností, a.s. (dále "Fio") Fio je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a tvůrcem trhu všech emisí zařazených ve SPAD.

Všechny zveřejněné informace mají pouze informativní a doporučující charakter, jsou nezávazné a představují názor Fia. Nelze vyloučit, že s ohledem na změnu rozhodných skutečností, na základě kterých byly zveřejněné informace a investiční doporučení vytvořeny nebo s ohledem na jiné skutečnosti a vývoj na trhu, se zveřejněné informace a investiční doporučení ukáží v budoucnu jako neúplné nebo nesprávné. Fio doporučuje osobám činícím investiční rozhodnutí, aby před uskutečněním investice dle těchto informací konzultovali její vhodnost s makléřem. Fio nenes odpovědnost za neoprávněné nebo reprodukované šíření nebo uveřejnění obsahu těchto webových stránek včetně informací a investičních doporučení na nich uveřejněných.

Fio prohlašuje, že nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích. Žádný emitent investičních nástrojů, které se obchodují na regulovaných trzích nemá přímý nebo nepřímý podíl větší než 5% na základním kapitálu Fia. Fio nemá s žádným emitentem investičních nástrojů uzavřenou dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení ani jinou dohodu o poskytování investičních služeb. Emitenti investičních nástrojů nejsou seznámeni s investičními doporučeními před jejich zveřejněním. Fio nebylo v posledních 12 měsících vedoucím manažerem nebo spoluvedoucím manažerem veřejné nabídky investičních nástrojů vydaných emitentem. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení není odvozena od obchodů Fia nebo propojené osoby. Tyto osoby nejsou ani jiným způsobem motivovány k uveřejňování investičních doporučení určitého stupně a směru. Fio předchází střetu zájmům při tvorbě investičních doporučení odpovídajícím vnitřním členěním zahrnujícím informační bariery mezi jednotlivými vnitřními částmi a pravidelnou vnitřní kontrolou. Na činnost Fio dohlíží Česká národní banka.