

Heineken (HEIA)

Lider pe piata europeana de bere si pe locul doi in Romania

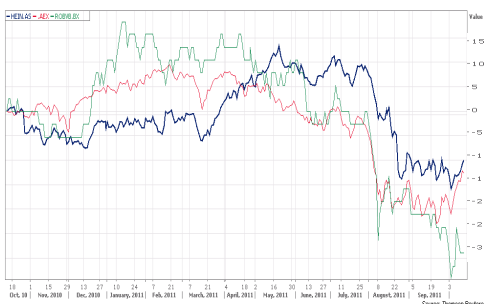
Cu o istorie de aproape 150 de ani, Heineken este lider pe piata de bere din Europa, ocupa pozitia a treia la nivel mondial si locul secund pe piata din Romania. Brandul Heineken ocupa locul 2 intr-un clasament al celor mai bine vandute marci de bere din SUA si este in primele 10 la nivel mondial.

Heineken integreste sectorul de bere de la BVB

Simbol BVB	HEIA
Ultimul pret de inchidere (EUR)	33.94
Variatie fata de pretul de la 31.12.2010 (EUR)	-7.50%
Media estimarilor de pret ale analistilor (EUR)	38
Capitalizare (mil EUR, 12.10.2011)	19,346.56

Sursa: Thomson Reuters

HEIA vs. BET vs. AEX (12.10.2010 - 12.10.2011)



— HEIN ; — BET ; — AEX

Sursa: Thomson Reuters

Compania face parte din sectorul de bauturi alcoolice, care este inclus in supra-sectorul bunuri de consum non-ciclice. De regula, desi consumul de bere scade in perioadele de criza, ritmul de scadere nu este unul accelerat. De altfel, in timpul crizei recente, Heineken a inregistrat cresteri ale vanzarilor in fiecare din ultimii patru ani. Potrivit firmei de cercetare Plato Logic, in 2008, in ciuda intrarii economiei globale in recesiune, piata mondiala de bere a crescut cu 2%, dupa ce in anul anterior avansase cu aproape 6%. In 2009 piata mondiala de bere a crescut cu 0.4%, in 2010 cu 1.6%, in timp ce estimarile pentru 2011 indica o crestere cu 2.5%. In urma achizitiei Fomento Economico Mexicano (FEMSA) din ianuarie 2010, Heineken ocupa locul al treilea in lume, cu o productie de 149 mil hectolitri de bere in 2010. Pe primele doua locuri se afla Anheuser-Busch InBev SA cu o productie de 399 mil hectolitri si SABMiller cu o productie de 213 mil hectolitri. Pe locurile patru si cinci se afla Carlsberg cu 114.2 mil hectolitri si compania chineza Tsingtao cu o productie de 50 mil hectolitri.

La nivel mondial, piata berii este estimata sa creasca in continuare cu o rata anualizata de 2%-3% si intr-un ritm mai accelerat, de 3%-4%, pe pietele emergente. Aproximativ 63% din vanzari si 57% din profitul operational (EBIT beia, indicator propriu calculat de companie) Heineken provin din pietele emergente.

Heineken detine pachete majoritare la companii producatoare de bere, contracte de licenta, parteneriate si aliante strategice. O parte din distribuitorii Heineken comercializeaza vin, bauturi spirtoase si bauturi racoritoare.

In urma calculelor noastre titlul Heineken este usor subevaluat in comparatie cu media segmentului de sector relevant (in care am inclus AnheuserBusch InBev, SABMiller, Carlsberg, Molson Coors, The Boston Beer Company, Tsingtao Brewery si United Breweries Company) daca luam in calcul multiplii P/BV, P/E, semnificativ subevaluat daca folosim multiplul P/S si usor supraevaluat prin prisma multiplului EV/EBIT.

Incadrare in sectorul de activitate

Heineken este lider pe piata de bere din Europa si ocupa pozitia a treia la nivel mondial. De regula, desi consumul de bere scade in perioadele de criza, ritmul de scadere nu este unul accelerat. De altfel, in timpul crizei recente, Heineken a inregistrat cresteri ale vanzarilor in fiecare din ultimii patru ani. Potrivit firmei de cercetare Plato Logic, in 2008, in ciuda intrarii economiei globale in recesiune, piata mondiala de bere a crescut cu 2%, dupa ce in anul anterior avansase cu aproape 6%. In 2009 piata mondiala de bere a crescut cu 0.4%, in 2010 cu 1.6%, in timp ce estimarile pentru 2011 indica o crestere cu 2.5%. In urma achizitiei Fomento Economico Mexicano (FEMSA) din ianuarie 2010, Heineken ocupa locul al treilea in lume, cu o productie de 149 mil hectolitri in 2010. Pe primele doua locuri se afla Anheuser-Busch InBev SA cu o productie de 399 mil hectolitri si SABMiller cu o productie de 213 mil hectolitri. Pe locurile patru si cinci se afla Carlsberg cu 114.2 mil hectolitri si compania chineza Tsingtao cu o productie de 50 mil hectolitri.

Heineken este principalul producator de bere din Europa, cu prezenta si pe piata din Romania unde detine 4 fabrici la care lucreaza aproximativ 1,100 angajati. Heineken are cel mai variat portofoliu de produse din piata locala, acoperind toate segmentele acestora: Heineken, Ciuc Premium, Golden Brau, Neumarkt, Bucegi, Gosser, Schlossgold, Silva, Gambrinus, Harghita, Hategana si marcile de import Zipfer si Edelweiss. Compania are peste 200 de marci de bere si cidru (bautura slab alcoolizata obtinuta din mere cu un gust asemanator vinului spumant) printre cele mai importante fiind: Amstel, Birra Moretti, Cruzcampo, Foster's, Kingfisher, Paulaner, Gosser sau Newcastle Brown Ale. La inceputul lui 2010 Heineken a anuntat achizitia Fomento Economico Mexicano (FEMSA). Potrivit Morning Star, prin achizitia FEMSA, Heineken detine 43% din piata de bere din Mexic (al saselea consumator la nivel mondial) si 10% din piata de bere din Brazilia (al patrulea consumator la nivel mondial). Pe piata din SUA, berea Heineken ocupa locul doi ca vanzari.

Coeficientul beta, preluat din Reuters si calculat lunar pentru Heineken este de 0.70, nivelul subunitar al acestuia relevand caracterul defensiv al actiunii. In 2007 si 2008, ani in care pietele internationale de actiuni au inregistrat scaderi foarte mari, evolutia titlului HEIN.AS (-39.22%) a fost usor mai slaba decat media mini-grupului (-36.70%) in care am inclus SABMiller (-1.02%), Carlsberg (-62.18%) si InBev (-46.90%), mai slaba decat a principalilor indici europeni si americani DAX (-27.08%) si S&P500 (-36.30%) si in linie cu piata de actiuni olandeza in care indicele AEX Amsterdam a inregistrat in cei doi ani o variatie negativa de 40.26%.

Variatie anuala de pret Heineken vs. SAB Miller vs. Carlsberg vs. InBev

An	Variatie Heineken (%)	Variatie SAB Miller (%)	Variatie Carlsberg (%)	Variatie InBev (%)
*2011	(7.50)	1.88	(36.87)	(8.50)
2010	10.28	23.58	45.44	17.60
2009	51.92	57.01	124.23	119.51
2008	(50.47)	(17.87)	(65.62)	(53.47)
2007	22.73	20.51	9.98	14.14

*calcul facut cu date din 12 octombrie 2011

Sursa: Yahoo Finance

Incadrare in sectorul de activitate (continuare)

Pentru analiza performantelor financiare ale companiei si cu scopul de a evalua actiunea **Heineken (HEIA)** am inclus in grupul de companii comparabile sapte producatori internationali de bere. **Anheuser-Busch In-Bev SA (simbol Startrade360: ABI.BR)** este lider mondial in productia de bere, cu un volum de 399 mil hectolitri in 2010 si o capitalizare de piata de 58 mld euro. InBev comercializeaza peste 200 de marci de bere, dintre care cele mai cunoscute sunt: Bud Light, Budweiser, Beck's, Stella Artois, Hoegaarden, Leffe, Skol. **SAB-Miller PLC (simbol Startrade360: SAB.L)** ocupa locul doi pe piata de bere globala, cu un volum de 213 mil hectolitri in 2010 si o capitalizare de piata de 40 mld euro. Din portofoliul de produse amintim: Pilsner Urquell, Peroni Nastro Azzurro, Miller Genuine Draft, Miller Lite, Coors Light, Timisoreana si Grolsch. In noiembrie 2010 SABMiller a intrat a achizitionat un pachet de 80% din Crown Foods Ltd, producator de apa minerala si bauturi racoritoare din Kenya. **Carlsberg (simbol Startrade360: CARLb.CO)** ocupa pozitia a patra la nivel mondial, cu o productie de 114.2 mil hectolitri in 2010. Principalul segment de activitate il reprezinta productia si comercializarea de bere, cu un portofoliu de peste 500 de marci dintre care le enumeram pe cele mai importante: Carlsberg, Holsten, Tuborg si Baltika. Un alt segment de activitate este cel de productie a apei minerale si a bauturilor racoritoare. Impreuna, companiile care ocupa primele patru locuri, au o pondere de 50% din piata mondiala de bere. Producatorul chinez **Tsingtao Brewery Co., Ltd** se afla pe locul 5 in lume cu o productie de aproximativ 50 mil hectolitri in 2010 si are o capitalizare de piata de 5.4 mld euro. **Molson Coors Brewing (simbol Startrade360: TAP.N)** este un holding care opereaza subsidiarele Molson Coors Brewing din Regatul Unit si Molson Coors Canada. Compania distribuie produsele si pe teritoriul SUA si are o capitalizare bursiera de 5.7 mld euro. Printre cele mai importante marci ale Molson mentionam: Coors Light, Molson Canadian si Carling. **United Breweries Company Inc** (capitalizare 2.5 mld euro) si **The Boston Beer Company** (capitalizare 0.7 mil euro) integresc grupul ales de noi pentru evaluarea Heineken, denumit in continuare "segmentul de sector relevant".

Indicatori/Companie

Indicatori de activitate	Heineken	Molson Coors	Carlsberg	InBev	Tsingtao Brewery Co	United Breweries Company	SABMiller**	The Boston Beer company
Quick ratio	0.57	1.16	0.51	0.6	1	1.51	0.49	1.34
Datorii totale/active totale, LFI	33.50	15.27	24.93	38.84	9.50	21.55	21.63	n/a
Profit operational/dobanda, LTM	7.58	11.75	3.97	13.69	71.15	16.49	n/a	n/a
Indicatori de crestere								
Variatie cifra de afaceri, y/y, LTM	11.04	3.58	5.86	3.25	17.64	9.75	7.70	8.38
Rata de crestere cifra de afaceri pe ultimii 5 ani	8.37	-9.99	9.56	20.13	14.71	10.78	4.86	14.25
Variatie EPS, y/y, LTM	-5.91	-12.04	-9.76	8.10	17.76	6.80	24.29	51.52
Indicatori de profitabilitate								
ROA LTM	5.28	5.37	3.39	5.95	9.05	11.04	6.68	21.62
ROE LTM	13.62	8.74	6.92	14.05	17.77	21.95	11.49	33.61
Marja operationala, LTM	12.89	26.57	33.31	28.76	10.89	18.48	15.35	20.10
Marja neta, LTM	7.91	20.14	8.03	13.27	8.41	12.69	11.54	12.51
Indicatori de eficienta								
Cifra de afaceri/nr angajati, LTM *	258,816	166,591	259,843	302,354	92,486	406,459	396,189	448,359
Profit net/nr angajati, LTM *	20,478	33,563	20,870	40,143	7,776	51,597.45	45,712	56,090

* euro

** SABMiller raporteaza rezultatele financiare semestrial, primul semestru incheindu-se la 31/03/2011

Rata rapida (quick ratio) care masoara nivelul de lichiditate al companiei aferent ultimei raportari trimestriale, indicator calculat prin impartirea diferentei dintre activele circulante si stocuri la datoriile pe termen scurt, este destul de mica. Sectorul de retail insa presupune rotatie rapida a produselor comercializate motiv pentru care o rata rapida de 0.57 si o rata test acid de 0.37 sunt niveluri destul de bune, mai ales daca facem o comparatie cu celelalte companii: Carlsberg, InBev si SABMiller care au un nivel similar. Compania acopera de peste 7 ori cheltuielile cu dobanda din profitul operational, nivel foarte bun, mai mic insa decat media industriei. In ceea ce priveste marja operationala, Heineken ocupa penultima pozitie din cadrul grupului si se

Incadrare in sectorul de activitate (continuare)

afla pe ultimul loc in ceea ce priveste marja neta. Profitabilitatea Heineken este inferioara in comparatie cu InBev si SABMiller principalii competitori in functie de productie (399 mil hectolitri pentru InBev, 213 mil SABMiller si 149 mil hectolitri pentru Heineken). Heineken se afla pe locurile 6 si 7 in ceea ce priveste eficienta personalului raportata la cifra de afaceri, respectiv la profitul net. Rezultatele mai slabe ale Heineken fata de principalii rivali InBev si SABMiller sunt de inteles, daca tinem cont de faptul ca InBev si SABMiller au o productie cu mult mai mare fata de Heineken, ce le permite sa influenteaza pretul din piata obtinand astfel o marja bruta mai mare dar si un profit operational mai insemnat datorat economiilor de scara.

Din perspectiva eficientei operationale lucrurile stau foarte bine pentru Heineken care are cea mai mica durata de pastrare a stocurilor (44.3 zile) si isi permite sa plateasca furnizorii in aproape 170 de zile. Pe parcursul ultimilor trei ani se poate observa o imbunatatire a eficientei operationale in ceea ce priveste perioada de pastrare a stocurilor si de plata a furnizorilor si o inrautatare a indicatorului care masoara durata de incasare a creantelor care este dublu fata de media celorlalti trei competitori.

	Heineken	Carlsberg	InBev	SABMiller
Durata de pastrare a stocurilor	44.28	132.52	44.76	100.32
Durata de incasare a creantelor	64.73	16.38	39.75	31.52
Durata de plata a furnizorilor	169.73	108.64	211.46	63.10
Ciclul de conversie al numerarului	-60.72	40.26	-126.95	68.74

In tabelul de mai sus sunt calculati indicatori de eficienta care masoara perioada de rotatie a stocurilor (DPS), perioada de incasare a creantelor (DIC) si intervalul de plata al furnizorilor (DPF). Indicatorul denumit ciclul de conversie al numerarului se calculeaza: $DPS + DIC - DPF$. Sursa: date financiare Reuters, calcule Tradeville.

Heineken	LTM	2010	2009
Durata de pastrare a stocurilor	44.28	81.14	82.61
Durata de incasare a creantelor	64.73	51.84	54.46
Durata de plata a furnizorilor	169.73	110.62	107.07
Ciclul de conversie al numerarului	-60.72	22.37	30.00

In tabelul de mai sus sunt calculati indicatori de eficienta care masoara perioada de rotatie a stocurilor (DPS), perioada de incasare a creantelor (DIC) si intervalul de plata al furnizorilor (DPF). Indicatorul denumit ciclul de conversie al numerarului se calculeaza: $DPS + DIC - DPF$. Sursa: date financiare Reuters, calcule Tradeville.

Cele cinci forte care modeleaza competitia - modelul lui Porter

Amenintarea intrarii pe piata a noilor concurenti. Acest concept face referire la barierele de intrare pe piata a companiilor noi. Daca barierele de intrare sunt mici si noile companii care activeaza in piata nu se asteapta la represalii din partea companiilor deja existente, atunci amentintarea este mare pentru companiile din piata, drept pentru care profitabilitatea industriei este moderata. In cazul pietei de bere, barierele de intrare sunt foarte mari daca tinem seama de investitiile mari necesare pentru constructia fabricilor de bere si pentru crearea si promovarea unei marci. In tarile dezvoltate, cu traditie in consumul de bere, au aparut producatori mici, care ofera bere de calitate superioara dar si la preturi mai mari, aceste firme nu beneficiaza de economii de scara din cauza capacitatii mici de productie. De exemplu in SUA, exista 1,800 de "craft brewers" care aconteaza doar 5% din piata americana de bere. Acestia nu intra in concurenta directa cu marii producatori de bere. In concluzie, consideram ca barierele de intrare pe piata berii, pentru companiile care vor sa concureze cu marii producatori, sunt mari.

Incadrare in sectorul de activitate (continuare)

Amenințarea produselor substituibile. Un produs substituibil are aceleași performanțe sau îndeplinește aceleași funcții cu produsul în cauză (de exemplu, video-conferințele substituie călătoriile de afaceri). Când amenințarea produselor substituibile este mare, profitabilitatea industriei are de suferit. Produsele substituibile pun un plafon pe prețurile la care producătorii își pot comercializa produsele. Amenințarea cauzată de produsele substituibile este mare dacă raportul calitate-preț este atractiv și/sau dacă pentru cumpărător, costurile de schimbare a furnizorului sunt scăzute. Avansul economiilor în curs de dezvoltare a condus la creșterea nivelului de trai și a puterii de cumpărare pentru consumatori. O parte dintre aceștia vor prefera vinul, deși acesta este un produs mai scump în comparație cu berea. Pe de altă parte statisticile indică faptul că în ultimii 80 de ani piața de bere a crescut continuu la nivel mondial, în timp ce piața vinului a înregistrat un ritm mai lent de creștere. Din aceste motive, dar și datorită sortimentelor din ce în ce mai variate de bere care tind să satisfacă majoritatea gusturilor consumatorilor, amenințarea unui produs care să înlocuiască berea este destul de mică.

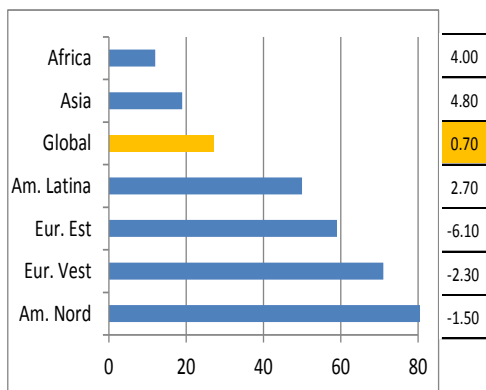
Puterea de negociere a cumpărătorilor reprezintă o amenințare pentru profitabilitatea industriei în cazul în care clienții mari pot pune presiune asupra prețurilor și pot cere produse de o calitate superioară. Puterea de negociere a intermediarilor din piața berii este scăzută. Sunt foarte mulți distribuitori de bere la nivel global supermarket-uri, hipermarket-uri, magazine specializate care comercializează alcool, rețele de restaurante și baruri. Puterea de negociere a consumatorului final este medie, datorită numărului foarte ridicat de mărci de bere. Potrivit studiilor de specialitate consumatorii de bere au o cerere elastică, alegând un alt produs odată cu creșterea prețului sau dacă prețul unui produs cu caracteristici similare oferit de un competitor scade. O parte din intermediari, în special rețelele de supermarket-uri, „atacă” piața de bere, producând bere sub brandul propriu. În opinia noastră, puterea de negociere a cumpărătorului final pe piața de bere este medie, în primul rând din cauza cererii elastice a consumatorilor dar și datorită numărului mare de sortimente de bere, însă puterea de negociere a intermediarilor și distribuitorilor este mai scăzută.

Puterea de negociere a furnizorilor. Furnizorii mari solicită prețuri mai mari pentru materii prime și/sau ambalaje, limitându-și costurile și direcționându-le către ceilalți participanți din industrie (producători și consumatori finali). Grupul furnizorilor are putere de negociere mare dacă: este mai concentrat decât industria către care vinde; nu depinde exclusiv de veniturile realizate cu industria respectivă; participanții din industrie au costuri mari pentru a schimba furnizorul; produsele furnizorilor sunt diferențiate și dacă se poate integra în industrie. În majoritatea cazurilor enumerate mai sus furnizorii de materie primă necesară producătorilor de bere (sticlă, aluminiu, apă - 95% din compoziția berii - orz, hamei, drojdie) sunt avantajati, ceea ce le conferă o putere de negociere destul de mare.

Rivalitatea dintre competitorii existenți pe piața. Rivalitatea dintre competitori poate fi tradusă în mai multe feluri: prin discount-uri aplicate, produse noi și campanii de publicitate. Competiția mare dintr-o piață scade profitabilitatea industriei. Măsura în care rivalitatea dintre competitori influențează negativ marjele de profitabilitate ale industriei depinde în primul rând de intensitatea cu care aceștia concurează între ei. Competiția pe piața berii este acerbă, primii patru producători acoperind aproximativ 50% din piața. Rata de creștere a industriei, deși relativ stabilă, este destul de scăzută (2%-3%) în comparație cu alte industrii (a nu se confunda cu profitabilitatea industriei; potrivit unor estimări Standard&Poor's profitul obținut raportat la capitalul investit - ROIC - din industria berii în SUA, calculat în perioada 1992 - 2006, este de 19.5%, mult peste media de 14.9% a economiei americane). În concluzie, rivalitatea dintre competitorii existenți pe piața reprezintă o amenințare.

Incadrare in sectorul de activitate (continuare)

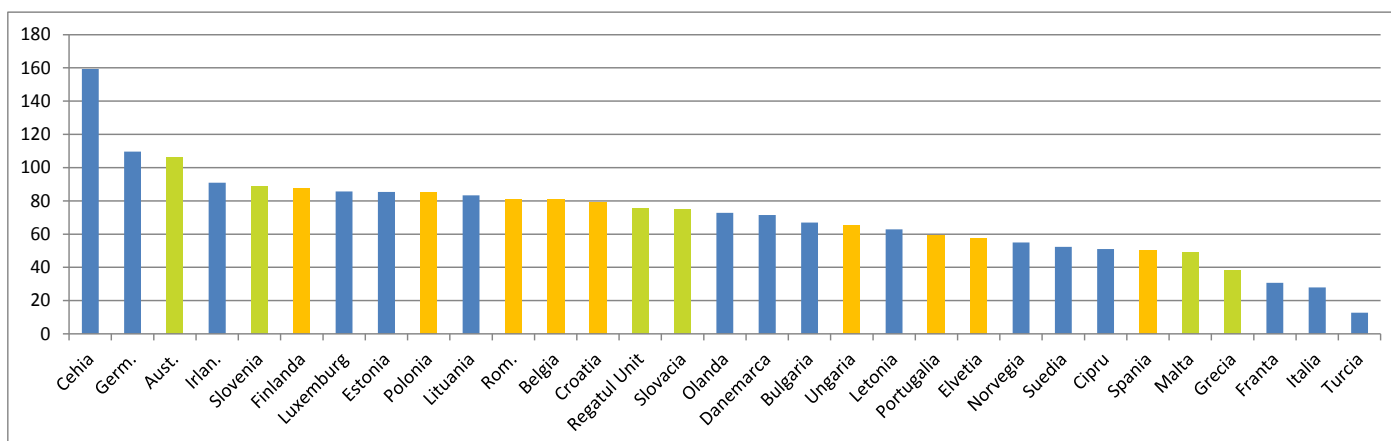
Consumul per capita de bere 2010, evolutia consumului de bere (2010/2009)



Tabelul releva consumul de bere (in litri) pe cap de locuitor atat la nivel global, cat si pe 6 regiuni, precum si evolutia procentuala a consumului de bere de la un an la altul *Sursa: The Economist*

La nivel mondial, consumul anual de bere pe cap de locuitor este de 27 litri, fiind mai ridicat in tari precum Cehia (159 litri), Germania (109 litri) sau Austria (104 litri) si mai scazut in unele tari africane cum ar fi Kenya (12 litri) si Uganda (6 litri) sau in unele tari asiatice precum India (2.45 litri) si Sri Lanka (2.33 litri). Totusi, pentru urmatoorii ani, asteptarile participantilor din aceasta piata arata ca in tarile emergente, odata cu cresterea nivelului de trai, consumul de bere va avansa intr-un ritm mult mai alert. De altfel, dupa cum se poate observa si pe graficul alaturat, in 2010 consumul de bere a scazut in Europa si in America de Nord si a crescut in Africa, Asia si America Latina. Potrivit companiei de consultata Kirin, China ocupa primul loc in lume, cu o pondere de 22.9% din consumul mondial de bere, urmata de SUA (14.1%), Rusia (6.1%), Brazilia (5.6%), Germania (5.1%), Mexic (3.6%).

Compania este lider pe pietele din Regatul Unit, Franta, Italia, Grecia, Austria, Slovacia, Macedonia si Olanda si ocupa pozitia a doua in Romania, Polonia, Croatia, Ungaria, Belgia, Finlanda, Portugalia, Spania si Elvetia. Consumul de bere pe cap de locuitor din Europa este prezentat in graficul de mai jos:



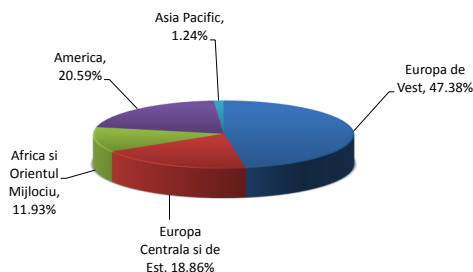
Tabelul de mai sus prezinta consumul de bere (litri) pe cap de locuitor in 2009. Cu verde sunt selectate tarile in care Heineken este lider de piata, in timp ce pilonii de culoare galbuie reprezinta tarile in care Heineken ocupa pozitia a doua. *Sursa: Asociatia Berarilor din Germania*

Grupul Heineken a crescut in ultimii 5 ani astfel: +74% in volum; +59% in vanzari; +64% in numarul de angajati; +55% in numarul de marci comercializate. In 2010 68% din vanzari si 57% din profitul operational (EBIT beia) ale grupului au provenit din pietele emergente, fata de 55%, respectiv 49% in 2009. Rebalansarea portofoliului prin cresterea expunerii pe pietele emergente face parte din strategia Heineken pentru perioada urmatoare.

Planul companiei pentru urmatoorii ani este de a se axa pe consumator si de a investi in brandurile proprii. Grupul va sustine in continuare marcile Heineken si Amstel si va promova global alte branduri mai putin cunoscute cum ar fi: Strongbow si Desperados pentru a asigura reducerea costurilor de productie prin economii de scara. Printre campaniile de promovare ale brandului Heineken, mentionam sponsorizarea competitiei europene de fotbal UEFA Champions League inca din 1994. Parteneriatul dintre Heineken N.V si UEFA Champions League a fost prelungit in mai 2011 pentru perioada 2012 - 2015.

Organizare, guvernanta si activitate

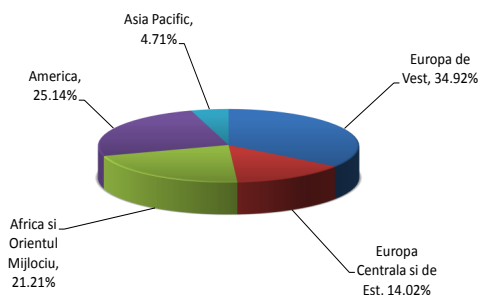
Distributia regionala a vanzarilor Heineken pe 2010



Sursa: Raport anual Heineken pe 2010

Europa reprezinta 66.24% din vanzarile Heineken. In 2010 vanzarile au scazut organic cu 3.5% din cauza mediului macroeconomic incert, care a condus la scaderea consumului in special in Spania, Italia, Irlanda, Marea Britanie si Olanda. Vanzarile de bere au crescut in Finlanda si au ramas la un nivel constant in Belgia, Franta si Portugalia. La nivel de grup, in Europa Centrala si de Est, volumul mai mare de vanzari din Romania, Austria, Serbia, Germania si Belarus nu a putut compensa scaderea vanzarilor din Rusia, Polonia, Grecia, Ungaria, Croatia si Cehia. Volumul de bere produs in Romania a crescut cu 6%, pe fondul majorarii vanzarilor brandurilor Bucegi si Ciuc datorita cresterii retelei de distributie si a investitiilor in marketing.

Distributia regionala a profitului operational (EBIT) Heineken pe 2010



Sursa: Raport anual Heineken pe 2010

Vanzarile au crescut in Africa si Orientul Mijlociu, regiune care reprezinta 12% din vanzarile totale ale Heineken N.V. pe 2010. Expunerea grupului in regiunea Americas a fost consolidata odata cu achizitia operatiunilor FEMSA in Mexic (al saselea consumator de bere la nivel mondial) si Brazilia (al patrulea consumator de bere la nivel mondial).

Heineken are o retea globala de 140 de fabrici de bere impartite in peste 70 de tari. Este lider de piata in Europa si cel mai mare producator mondial de cidru (bautura slab alcoolizata obtinuta din mere cu un gust asemanator vinului spumant). Heineken mizeaza pentru urmatorii ani pe cresterile din pietele emergente, care in 2010 au insemnat 68% din totalul vanzarilor si 57% din EBIT beia (EBIT este calculat ca rezultatul operational la care se adauga profitul obtinut din activitatea asociatiilor si din operatiunile de joint venture si include ajustarile de valoare. Indicatorul calculat de companie, EBIT beia, este definit ca rezultatul operational la care se adauga profitul obtinut din activitatea asociatiilor si din operatiunile de joint venture, include ajustarile de valoare si exclude elementele exceptionale si amortizarea marilor). EBIT beia pentru 2010 a ajuns la 27.3%

Compania Heineken este detinuta in proportie de 50% de Heineken Holding, restul actiunilor (*free float*) fiind tranzactionate pe bursa. Heineken Holding este detinut in proportie de 59% de L'Arche Green, companie detinuta la randul ei in proportie de 88% de familia Heineken. Scopul Heineken Holding este de a administra afacerile Heineken. Are propriul consiliu de administratie care este diferit de cel de la Heineken N.V. Desi aceasta structura complexa ar putea, in teorie, sa marginalizeze drepturile actionarilor minoritari, stabilitatea actionarului majoritar permite managementului sa se concentreze pe crearea de valoare pe termen lung, ceea ce reprezinta un avantaj semnificativ in comparatie cu companiile ce au un *free float* mare (peste 90%), companii la care rotatia actionariatului ingreuneaza adoptarea si implementarea strategiilor pe termen lung. *Morning Star*, claseaza sistemul de guvernanta corporativa al Heineken in categoria C (rezonabil) pe o scara ierarhica A-B-C-D-F.

Analiza situatii financiare

Cifra de afaceri a crescut cu aproape 10% in 2010 sau cu 1.4 mld euro. Din cele 1.4 mld euro, 1.3 s-au datorat achizitiei FEMSA si vanzarii a trei divizii secundare (MBI, GBNC si Waverley TBS). Vanzarile organice de bere au scazut cu 3.1%, dar achizitia FEMSA si vanzarea celor trei active au compensat, avand un impact pozitiv de 24.5 mil hectolitri. Astfel, volumul consolidat de bere a crescut cu 17% fata de 2009 pana la 145.9 mil hectolitri. Eficienta operationala a scazut desi cifra de afaceri a crescut de la an la an cu aproape 10%; explicatia consta in cresterea nivelului de active, crestere datorata achizitiei FEMSA. In ianuarie 2010 Heineken a cumparat divizia de bere a companiei Fomento Economico Mexicano, S.A.B. de C.V. (FEMSA) din Mexic si Brazilia. Impactul achizitiei asupra indicatorilor financiari a fost semnificativ, activele totale majorandu-se cu 5.5 mld euro, iar capitalurile proprii cu 3.9 mld euro. Diviziile FEMSA din Mexic si Brazilia au costat Heineken 3.9 mld euro. In proportie de 90% finantarea s-a facut prin emisiunea de noi actiuni Heineken, in timp ce 10% din fonduri au fost transferate prin mecanismul ASDI (Alloted Share Delivery Instrument).

Rentabilitatea capitalurilor proprii a scazut de la 19.02% la 14.04% din cauza majorarii de capital realizata pentru achizitia FEMSA. Nivelul net al datoriilor a crescut cu 395 mil euro pana la 8.09 mld euro din cauza datoriei nete de 1.564 mld euro inregistrate de FEMSA la 31 decembrie 2010. Facand abstractie de FEMSA, Heineken a reusit sa micsoreze gradul de indatorare cu 1.169 mld euro datorita fluxurilor solide de numerar (FCF). Datoria Heineken este denominata in proportie de 82% in euro, 5% in lire sterline, 7% in peso mexicani si 6% in dolari americani. Heineken are semnat un acord (*incurrence covenant*) cu creditorii sai, acord care restrictioneaza compania sa realizeze achizitii pe datorii daca nivelul unui anumit indicator este depasit. Este vorba despre indicatorul datoriei nete/EBITDA, al carui nivel actual este de 2.5, nivelul maxim este de 3.5, iar nivelul inregistrat in 2009 a fost de 2.1. Nivelul curent al rentabilitatii capitalurilor proprii, de 14%, este sub media ponderata a indicatorului de 17.94% calculata pe ultimii 9 ani.

In primul semestru din 2011 vanzarile Heineken au crescut cu 8.3% fata de aceeaasi perioada din 2010 si au scazut cu 3% fata de ultimele 6 luni din anul trecut.

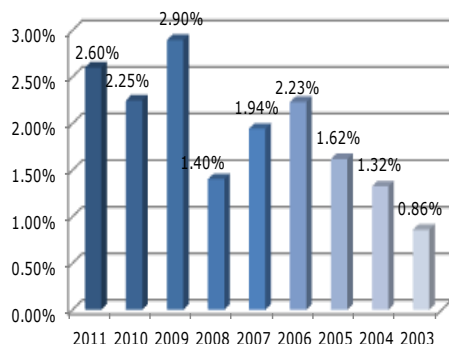
	2010	2009	2008	2007	2006
Profit comercial brut (Pr.b)	11,149.00	9,574.00	9,303.00	7,613.00	8,090.00
EBITDA	3,398.00	2,525.00	2,029.00	2,002.00	2,591.00
EBIT	2,283.00	1,630.00	1,182.00	1,364.00	1,805.00
Cheltuieli nete cu dobanzile (d)*	741.00	543.00	714.00	281.00	291.00
EBT	1,542.00	1,087.00	468.00	1,083.00	1,514.00
Profit net	1,436.00	1,018.00	209.00	807.00	1,211.00
Impozit pe profit (EBT - Pr.n)	106.00	69.00	259.00	276.00	303.00
Datorii totale	16,321.00	14,829.00	16,116.00	6,550.00	7,988.00
Capital propriu (Kpr)	10,228.00	5,351.00	4,471.00	5,404.00	5,009.00
Cifra de afaceri (CA)	16,133.00	14,701.00	14,319.00	11,273.00	12,594.00
Sistem DuPont					
Marja comerciala bruta	69.11%	65.12%	64.97%	67.53%	64.24%
xEficienta operationala (CA/AT)	60.77%	72.85%	69.55%	94.30%	96.90%
xEficienta organizationala (EBIT/Pr.b)	20.48%	17.03%	12.71%	17.92%	22.31%
ROA	8.60%	8.08%	5.74%	11.41%	13.89%
X Influenta dobanzii (EBT/EBIT)	67.54%	66.69%	39.59%	79.40%	83.88%
X Efectul de levier (Kpr+DT)/Kpr	259.57%	377.13%	460.46%	221.21%	259.47%
x Eficienta fiscala (Pr.n/EBT)	93.13%	93.65%	44.66%	74.52%	79.99%
ROE	14.04%	19.02%	4.67%	14.93%	24.18%

* include efectul participatiilor minoritare (minority interest); ** profit net disponibil actionarilor ordinari excl. elementele extraordinare; LTM = ultimele 12 luni;

PTM = ultimele 12 luni premergatoare LTM; Exista diferente intre raportarile financiare trimestriale si raportarile anuale ale Heineken care constau in inregistrarea in contabilitate a unor cheltuieli cu bunurile vandute mult mai mari fata de nivelul inregistrat la sfarsit de an. Din aceste considerente am optat doar pentru prezentarea datelor anuale pentru modelului DuPont pe ultimii 5 ani. Sursa: Thomson Reuters

Analiza situatii financiare (continuare)

Randamentul dividendului in perioada 2003 - 2010



Politica de dividend a companiei prevede distributia a 30 - 35% din profitul net inainte de operatiunile exceptionale si inainte de amortizarea brandurilor (profitul net beia). In graficul alaturat este prezentata evolutia randamentului dividendului, calculat cu pretul din prima zi a anului in care dividendul a fost platit. Pentru anul 2011 am considerat ca Heineken va distribui un dividend de 0.85 euro/actiune (consensul din Reuters). La ultimul pret din piata randamentul dividendului ar ajunge la 2.60%. Heineken plateste dividende in doua transe, una preliminara care reprezinta 40% din valoarea totala a dividendului si o transa finala. Propunerile de distribuire a dividendelor sunt supuse spre aprobare actionarilor. Un cuvânt greu de spus in adoptarea deciziilor o are familia Heineken care detine indirect aproape 26% din Heineken N.V.

Evaluare

Pentru evaluarea titlului Heineken am folosit grupul "segmentul relevant de activitate" prezentat in sectiunea "Incastrare in sectorul de activitate", pagina 3. Comparatia cu cele sapte companii s-a facut la nivelul multiplilor P/S, P/E, P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT. Media sectoriala a multiplilor P/E, P/BV, P/S a fost calculata ca raport intre suma capitalizarilor celor sapte companii (am exclus Heineken din sector) si suma indicatorilor de valoare (valoare contabila, cifra de afaceri si profit net). Media sectoriala a multiplilor EV/EBITDA si EV/EBIT a fost calculata intr-un mod similar, ca raport intre suma *enterprise value* aferenta celor sapte companii (am exclus Heineken din calcul) si suma indicatorilor EBITDA, respectiv EBIT. *Enterprise value* masoara valoarea unei companii in cazul in care aceasta ar fi subiectul unei achizitii. Formula de calcul este capitalizarea bursiera la care se adauga valoarea de piata a datoriilor si se scade disponibilul de numerar si investitiile pe termen scurt.

Pretul teoretic a fost calculat atat in euro, cat si in lei, luand ca reper cursul de schimb BNR din data de 12 octombrie 2011. Pentru multiplii P/BV, P/E si P/S pretul teoretic se calculeaza inmultind media sectoriala a multiplului respectiv cu valoarea unitara a indicatorului, respectiv valoarea contabila pe actiune, profit net pe actiune si cifra de afaceri pe actiune corespunzatoare Heineken. In cazul EV/EBITDA si EV/EBIT, dupa inmultirea mediei sectoriale a multiplului in cauza cu EBITDA sau EBIT aferente Heineken se adauga disponibilul de numerar si investitiile pe termen scurt si se scade valoarea de piata a datoriei Heineken.

Companie	RIC	Capitalizare* (21.09.2011)	Tara	P/BV, LFI	Val. contabila, LFI *	P/E, LTM	Profit net, LTM *	P/S, LTM	Cifra de afa., LTM *	EV/EBITDA, LFI, LTM	EV, LFI *	EBITDA, LTM *	EV/EBIT, LFI, LTM	EBIT, LTM
Heineken	HEIN.AS	19,347	Olanda	2.03	9,525.00	14.37	1,346.00	1.14	17,012.00	8.32	28,254.72	3,396.00	14.81	2,192.00
Anheuser-Busch InBev SA	ABI.BR	62,263	Belgia	2.31	26,907.60	13.64	4,566.00	1.81	34,405.00	9.61	91,150.85	9,485.00	12.86	7,787.00
SABMiller PLC***	SAB.L	40,771	SUA	2.53	16,120.86	23.14	1,762.17	2.87	14,202.77	15.06	46,896.84	3,114.00	20.56	2,290.84
Carsberg	CARLB.CO	7,294	Danemarca	0.84	8,686.47	8.45	863.13	0.68	10,747.66	7.20	12,589.85	1,748.59	13.71	1,216.45
Molson Coors Brewing Company	TAP.N	5,671	SUA	0.95	5,965.33	11.53	491.67	2.32	2,440.90	13.98	6,439.19	460.60	22.24	301.35
The Boston Beer Company, Inc	SAM	793	SUA	5.95	133.26	18.17	43.64	2.27	348.91	8.26	687.81	83.27	11.63	70.14
Tsingtao Brewery Co., Ltd	600600.SS	5,166	China	4.35	1,187.65	18.82	274.49	1.58	3,264.64	19.35	4,847.18	250.50	18.70	250.50
United Breweries Company, Inc.	CCU	2,553	Chile	3.27	781.74	9.37	272.40	1.19	2,145.84	9.17	2,777.59	302.90	12.34	233.23
SECTOR excl. Heineken				2.11		15.05		1.84		10.71			13.61	
Pret teoretic euro				35.22		35.96		55.67		48.75			37.16	
Pret piata				34.25		34.25		34.25		34.25			34.25	
Pret teoretic lei**				152.22		155.43		240.59		210.68			160.61	
Pret piata lei**				148.02		148.02		148.02		148.02			148.02	

*mil euro

**curs BNR la 3 octombrie 2011

***SABMiller incheie anul financiar in luna martie, motiv pentru care datele financiare din tabel nu include evolutia companiei in ultimele trei luni (perioada aprilie - iunie); acest lucru reduce din predictibilitatea evaluarii comparative cu SABMiller

Evaluare (continuare)

Dupa cum se poate observa si in tabelul de pe pagina anterioara, in urma calculelor noastre, titlul Heineken este usor subevaluat in comparatie cu media segmentului de sector relevant daca luam in calcul multiplii P/BV, P/E, semnificativ subevaluat in functie de P/S si EV/EBITDA si usor supraevaluat in functie de EV/EBIT. Atentie se recomanda la comparatia cu SABMiller PLC, companie care a incheiat anul financiar 2010 in martie 2011, motiv pentru care datele financiare din tabel nu includ evolutia companiei in ultimele trei luni (perioada aprilie - iunie); acest lucru reduce din predictibilitatea evaluarii comparativ cu SABMiller.

Consensul analistilor internationali chestionati de *Thomson Reuters* releva o rata de crestere de aproximativ 10-11% pentru Heineken si Carlsberg si o rata de crestere superioara pentru SABMiller si Anheuser-Busch InBev SA datorata nivelului mult mai mare al productiei (214 mil, respectiv 399 mil hectolitri fata de 149 mil hectolitri pentru Heineken si 114.2 mil hectolitri pentru Carlsberg). Producatorul chinez Tsingtao este vazut in piata drept o companie cu rata mare de crestere (*growth company*) datorita expunerii pe piata chineza.

Companie	P/E, LTM	Leading P/E*	P/BV, LFI	P/S, LTM	EV/EBITDA, LFI/LTM	EV/EBIT, LFI/LTM	Beta	G**
Heineken	14.37	11.53	2.03	1.14	8.32	14.81	0.70	10.00
Anheuser-Busch InBev SA	13.64	12.45	2.31	1.81	9.61	12.86	0.88	15.10
SABMiller PLC**	23.14	15.89	2.53	2.87	15.06	20.56	1.05	15.10
Carsberg	8.45	8.76	0.84	0.68	7.20	13.71	1.26	11.10
Molson Coors Brewing Company	11.53	11.21	0.95	2.32	13.98	22.24	0.74	n/a
The Boston Beer Company, Inc	18.17	19.15	5.95	2.27	8.26	11.63	0.83	n/a
Tsingtao Brewery Co., Ltd	18.82	20.42	4.35	1.58	19.35	18.70	0.62	24.51
United Breweries Company, Inc.	9.37	13.03	3.27	1.19	9.17	12.34	0.66	10.70

*estimari pentru decembrie 2012

**leading P/E pentru SABMiller este calculat pentru martie 2012

Ca orice investitie in actiuni alocarea de capital in titlurile Heineken presupune **asumarea unor riscuri**.

Piata bauturilor alcoolice este atent reglementata de autoritati, mai ales in tarile emergente. Cu precadere in aceasta perioada in care, atat zona euro, cat si SUA, se confrunta cu deficite bugetare care au ajuns la un nivel nesustenabil pe termen lung, guvernele tarilor pot majora accizele pe bauturi alcoolice sau creste taxele pentru a-si micșora deficitele. **Heineken N.V. este expusa riscului valutar**, aproximativ 2/3 din vanzari provenind din tari care nu apartin zonei euro, motiv pentru care o apreciere a monedei unice europene ar conduce la scaderea veniturilor si a profitabilitatii.

Marjele de profitabilitate inregistrate de Heineken sunt inferioare celor obtinute de principalii doi concurenti InBev si SABMiller, din cauza nivelului mai scazut al productiei. Prin achizitia operatiunilor FEMSA din Brazilia si Mexic Heineken este supusa la **riscul operational si de integrare**.

Consumul de bere din Europa de Vest, principala piata pentru Heineken in 2010 cu o pondere de 35% in profitul operational, **a scazut in 2010 cu 2.3%**, iar restrangerea cheltuielilor consumatorilor de bere, indeosebi a celor din Regatul Unit, a condus la inchiderea unui numar semnificativ de baruri. De altfel, potrivit *The Economist*, pana in 2018 consumul de bere la domiciliu este estimat sa creasca de la 50% la 80%; marjele de profitabilitatea obtinute de producatorii de bere prin vanzarea in baruri si restaurante sunt mult mai ridicate in comparatie cu marjele obtinute prin distributia catre supermarket-uri.

Autor raport

Dragos Darabut

Legenda:

CA = cifra de afaceri;
 y/y = variatie anuala;
 LTM = ultimele 12 luni
 PTM = cele 12 luni de dinaintea LTM
 EPS = profit net pe actiune
 Marja neta = profit net / CA

ROA = randamentul activului total;
 ROE = randamentul pentru actionari;
 P/E = pret / profit net pe actiune;
 P/BV = pret / capitaluri proprii pe actiune;
 P/S = pret / vanzari pe actiune;
 marja operationala = EBIT / CA

EV = capitalizare + valoare de piata datorii
 - numerar si asimilate;
 EBIT(DA) = profit operational (+ amort.);
 Beta = senzitivitate pret la miscari piata;
 g = rata de crestere a profitului pe termen lung

Magda Sirghe

magda.sirghe@tradeville.eu

Dragos Darabut

dragos.darabut@tradeville.eu

Ovidiu-George Dumitrescu, CFA

ovidiu.dumitrescu@tradeville.eu

Servicii Tradeville

- **Startrade RO**

Tranzactioneaza online orice actiune / obligatiune listata la Bursa de Valori Bucuresti

- **Smart**

Linie de credit destinata investitiei in actiuni tranzactionate la BVB

- **Derivate**

Tranzactioneaza contracte futures si optiuni la BMFM Sibiu si BVB

- **Startrade BG**

Tranzactioneaza peste 50 dintre cele mai importante simboluri listate la Bursa din Sofia

- **Startrade AT**

Tranzactioneaza peste 150 de actiuni listate la Bursa din Viena

- **Startrade 360**

17 piete internationale, peste 2000 de instrumente financiare, acces online 24 de ore/zi, marja incepand de la 1%

SSIF Tradeville S.A.

Adresa: Bld-ul Unirii Nr. 19, Bl. 4B,
 parter, Sector 5, Bucuresti.
 Cod postal: 040103.
 Romania

Telefon: 0040 21 336 93 25
 0040 21 336 93 26

Fax: 0040 21 336 92 33

E-mail: office@tradeville.eu

Tradeville este noul nivel Vanguard. In spatele acestei transformari a firmei de brokeraj stau 14 ani de expertiza bursiera, inovatie tehnologica, transparenta si permanenta comunicare cu clientii, concretizate prin leadership in tranzactionarea on-line in Romania. O platforma integrata de tranzactionare si extinderea regionala in Europa de Est reprezinta oferta pe care Tradeville o face investitorilor. Ne puteti accesa la www.tradeville.eu si, in continuare, la www.vanguard.ro.

SSIF Tradeville SA este autorizata de CNVM prin Decizia nr. 398/15.02.2005

Continutul acestui raport este proprietatea Tradeville si este protejat prin drepturi de autor, drepturi la marca sau alte drepturi de proprietate intelectuala. Este interzisa republicarea sau redistribuirea acestuia fara acordul prealabil scris al Tradeville. Reproducerea, difuzarea, stocarea, emisia, transmiterea, retransmiterea, transferarea, comunicarea publica, transformarea, inchirierea sau utilizarea in orice alt mod a acestora, fara acordul prealabil si in scris al Tradeville si/sau al titularilor lor, constituie o violare a drepturilor in cauza si poate atrage raspunderea civila, contraventionala sau, dupa caz, penala a persoanei in culpa.

SSIF Tradeville SA nu face consultanta de investitii si nici recomandari de investitii. Rapoartele prezentate de societate reprezinta simple materiale informative care prezinta in mod obiectiv date despre piete financiare, emitenti si sectoare de activitate. Societatea noastra nu isi asuma responsabilitatea pentru tranzactiile efectuate pe baza acestor Rapoarte. SSIF Tradeville SA nu are interese proprii, de nicio natura, inclusiv financiara si nici nu se afla (societatea, persoanele relevante din cadrul societatii sau orice persoane implicate cu acestea) in situatii de conflict de interese cu emitentii la care se refera Rapoartele. SSIF Tradeville SA a elaborat si implementat in cadrul societatii o Procedura interna pentru evitarea si gestionarea conflictelor de interese; in situatia in care conflictele de interese nu pot fi evitate, acestea vor fi aduse la cunostinta publicului cel tarziu la data furnizarii Rapoartelor. Datele utilizate pentru redactarea Rapoartelor au fost obtinute din surse considerate a fi de incredere, insa nu avem nicio garantie privind corectitudinea acestora. Investitia in instrumente financiare presupune riscuri specifice incluzand fara ca enumerarea sa fie limitativa, fluctuatia preturilor pietei, incertitudinea dividendelor, a randamentelor si/sau a profiturilor, fluctuatia cursului de schimb. Performantele trecute nu reprezinta garantii ale performantelor viitoare ale instrumentelor financiare.

ANEXA - Situatii financiare Heineken (1/6)

Cont de profit si pierdere

Heineken

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Cifra de afaceri neta	12,464.00	10,672.00	11,575.00	10,185.00	9,324.00	8,439.80	7,457.25	6,969.19	7,331.72	7,250.85
Alte venituri din exploatare	--	--	--	71.00	69.00	72.63	57.24	55.42	81.12	89.96
Venituri din exploatare	12,464.00	10,672.00	11,575.00	10,256.00	9,393.00	8,512.43	7,514.49	7,024.61	7,412.84	7,340.80
Costul bunurilor vandute (C.O.G.S.)	3,894.00	3,509.00	3,957.00	3,441.00	3,164.00	2,917.84	2,699.73	2,656.82	2,816.16	2,852.43
Accize	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total C.O.G.S.	3,894.00	3,509.00	3,957.00	3,441.00	3,164.00	2,917.84	2,699.73	2,656.82	2,816.16	2,852.43
Profit brut	8,570.00	7,163.00	7,618.00	6,744.00	6,160.00	5,521.96	4,757.52	4,312.37	4,515.56	4,398.42
Cheltuieli de vanzare, generale si admin.	3,281.00	2,763.00	3,170.00	2,672.00	2,372.00	2,181.41	1,890.09	1,765.05	2,026.50	2,183.54
Cercetare - dezvoltare	1,729.00	1,591.00	1,627.00	1,461.00	1,335.00	1,088.63	908.06	872.23	909.39	898.25
Amortizarea imobilizarilor corporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Cheltuieli de restructurare	(3.00)	198.00	60.00	2.00	--	--	--	--	--	--
Litigii	981.00	56.00	71.00	--	--	--	--	--	--	--
Pierderi / (-Profit) din vanzari de active	(3.00)	(11.00)	-	--	--	--	--	--	--	--
Alte cheltuieli de exploatare	(6.00)	(22.00)	(11.00)	(18.00)	(56.00)	(6.18)	(1.76)	6.50	35.11	94.21
Total cheltuieli de exploatare	9,873.00	8,084.00	8,874.00	7,558.00	6,815.00	6,198.28	5,516.52	5,323.25	5,920.26	6,104.02
Profit operational (EBIT)	2,591.00	2,588.00	2,701.00	2,698.00	2,578.00	2,314.15	1,997.98	1,701.36	1,492.58	1,236.79
Rezultat financiar net (profit / (-pierdere))	(253.00)	(153.00)	(77.00)	126.00	110.00	2.21	74.66	75.26	(384.88)	(168.03)
Profit inainte de impozitare (EBT)	2,338.00	2,435.00	2,624.00	2,824.00	2,688.00	2,316.36	2,072.64	1,776.62	1,107.70	1,068.76
Cheltuieli cu impozitul pe profit	525.00	685.00	776.00	916.00	805.00	817.05	757.27	692.64	598.71	476.29
Profit net contabil	1,813.00	1,750.00	1,848.00	1,908.00	1,883.00	1,499.30	1,315.37	1,083.98	508.99	592.46
Participatiuni minoritare	(2.00)	(2.00)	(1.00)	(2.00)	(2.00)	(2.90)	(4.85)	(6.91)	(6.16)	(11.33)
Ajustari pentru U.S. GAAP	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Profit net inainte de el. extraordinare	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,881.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	502.84	581.14
Modificari de contabilitate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Operatiuni eliminate	--	--	--	--	(10.00)	--	--	--	--	--
Alte elemente extraordinare	--	--	--	--	--	-	-	-	5.78	-
Efectul el. extraord. asupra imp. pe profit	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total efect el. extraordinare	--	--	--	--	(10.00)	-	-	-	5.78	-
Profit net neajustat, incl. el. extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,871.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	508.61	581.14
Dividende preferentiale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Distribuirii catre Comanditar	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Diverse ajustari asupra profitului net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ajustari pro-forma	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ajustari asupra dobanzilor	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total ajustari asupra profitului net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Pr. net disponibil act. ord., ex.-extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,881.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	502.84	581.14
Pr. net disponibil act. ord., incl. extra.	1,811.00	1,748.00	1,847.00	1,906.00	1,871.00	1,496.41	1,310.52	1,077.06	508.61	581.14
Nr. mediu ponderat de actiuni (nedil., mil.)	1,188.00	1,188.00	1,190.00	1,207.00	1,226.00	1,239.26	1,243.21	1,243.12	1,252.06	1,257.24
Nr. mediu ponderat de actiuni (diluat, mil.)	1,189.00	1,189.00	1,191.00	1,210.00	1,231.00	1,243.34	1,248.62	1,245.64	1,255.92	1,257.65
Dividend brut pe actiune (EUR)	0.60	0.50	--	0.50	0.46	0.36	0.28	0.20	0.15	0.15

Sursa: Reuters Knowledge

ANEXA - Situatii financiare Heineken AG (2/6)

Cont de profit si pierdere

Heineken

mil. EUR

Perioada	S1/2011	S1/2010	S1/2009	S1/2008	S1/2007	S1/2006	S1/2005	S1/2004	S1/2003	S1/2002
Cifra de afaceri neta	8,358.00	7,520.00	7,147.00	6,411.00	5,476.00	5,738.00	5,142.00	4,859.00	4,342.00	4,369.00
Alte venituri din exploatare	18.00	216.00	10.00	14.00	-	38.00	--	--	--	--
Venituri din exploatare	8,376.00	7,736.00	7,157.00	6,425.00	5,476.00	5,776.00	5,142.00	4,859.00	4,342.00	4,369.00
Costul bunurilor vandute (C.O.G.S.)	5,348.00	4,890.00	4,669.00	4,203.00	3,619.00	3,588.00	3,184.00	2,959.00	2,622.00	2,738.00
Accize	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total C.O.G.S.	5,348.00	4,890.00	4,669.00	4,203.00	3,619.00	3,588.00	3,184.00	2,959.00	2,622.00	2,738.00
Profit brut	3,010.00	2,630.00	2,478.00	2,208.00	1,857.00	2,150.00	1,958.00	1,900.00	1,720.00	1,631.00
Cheltuieli de vanzare, generale si admin.	1,452.00	1,257.00	1,188.00	1,122.00	986.00	1,066.00	1,027.00	953.00	845.00	789.00
Cercetare - dezvoltare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Amortizarea imobilizărilor corporale	570.00	484.00	440.00	378.00	321.00	374.00	340.00	324.00	287.00	261.00
Cheltuieli de restructurare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Litigii	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Pierderi / (-Profit) din vanzari de active	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte cheltuieli de exploatare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total cheltuieli de exploatare	7,370.00	6,631.00	6,297.00	5,703.00	4,926.00	5,028.00	4,551.00	4,236.00	3,754.00	3,788.00
Profit operational (EBIT)	1,006.00	1,105.00	860.00	722.00	550.00	748.00	591.00	623.00	588.00	581.00
Rezultat financiar net (profit / (-pierdere))	(110.00)	(137.00)	(131.00)	(83.00)	14.00	(59.00)	(43.00)	(45.00)	28.00	(32.00)
Profit inainte de impozitare (EBT)	896.00	968.00	729.00	639.00	564.00	689.00	548.00	578.00	616.00	549.00
Cheltuieli cu impozitul pe profit	229.00	204.00	174.00	165.00	202.00	194.00	159.00	170.00	190.00	190.00
Profit net contabil	667.00	764.00	555.00	474.00	362.00	495.00	389.00	408.00	426.00	359.00
Participatiuni minoritare	(62.00)	(64.00)	(66.00)	(67.00)	(60.00)	(62.00)	(44.00)	(32.00)	(26.00)	(194.00)
Ajustari pentru U.S. GAAP	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Profit net inainte de el. extraordinare	605.00	700.00	489.00	407.00	302.00	433.00	345.00	376.00	400.00	165.00
Modificari de contabilitate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Operatiuni eliminate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte elemente extraordinare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Efectul el. extraord. asupra imp. pe profit	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total efect el. extraordinare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Profit net neajustat, incl. el. extra.	605.00	700.00	489.00	407.00	302.00	433.00	345.00	376.00	400.00	165.00
Dividende preferentiale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Distribuirii catre Comanditar	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Diverse ajustari asupra profitului net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ajustari pro-forma	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ajustari asupra dobanzilor	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total ajustari asupra profitului net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Pr. net disponibil act. ord., ex.-extra.	605.00	700.00	489.00	407.00	302.00	433.00	345.00	376.00	400.00	165.00
Pr. net disponibil act. ord., incl. extra.	605.00	700.00	489.00	407.00	302.00	433.00	345.00	376.00	400.00	165.00
Nr. mediu ponderat de actiuni (nedil., mil.)	591.37	527.29	488.72	488.93	489.37	489.75	489.97	489.97	489.97	489.97
Nr. mediu ponderat de actiuni (diluat, mil.)	592.46	528.49	489.97	489.97	489.97	489.97	489.97	489.97	489.97	489.97
Dividend brut pe actiune (EUR)	0.30	0.26	0.25	0.28	0.24	0.16	0.16	0.16	0.13	0.13

Sursa: Reuters Knowledge;

ANEXA - Situatii financiare Heineken AG (3/6)

Bilant

Heineken

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Numarasi asimilate	610.00	520.00	698.00	560.00	1,374.00	585.00	678.00	1,340.00	680.00	1,146.00
Investitii fin. (t.s.)	17.00	15.00	14.00	14.00	12.00	23.00	26.00	76.00	98.00	29.00
Total lichiditati	627.00	535.00	712.00	574.00	1,386.00	608.00	704.00	1,416.00	778.00	1,175.00
Total creante, net	2,273.00	2,310.00	2,504.00	1,769.00	1,826.00	1,693.00	1,499.00	1,226.00	1,110.00	1,042.00
Stocuri	1,206.00	1,010.00	1,246.00	883.00	893.00	883.00	782.00	834.00	765.00	692.00
Cheltuieli in avans	206.00	189.00	231.00	110.00	91.00	94.00	147.00	154.00	160.00	150.00
Operatiuni terminate - active curente	6.00	109.00	56.00	21.00	41.00	--	--	--	--	--
Lichiditati imobilizate pe termen scurt	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte active circulante	6.00	109.00	56.00	21.00	41.00	--	--	--	--	--
Total active circulante	4,318.00	4,153.00	4,749.00	3,357.00	4,237.00	3,278.00	3,132.00	3,630.00	2,813.00	3,059.00
Cladiri - brut	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Terenuri si amenajari - brut	4,397.00	3,460.00	3,381.00	2,498.00	2,621.00	2,725.00	2,798.00	3,406.00	2,790.00	--
Echipamente utilaje si masinarii - brut	6,207.00	5,337.00	5,169.00	4,615.00	4,907.00	5,093.00	4,595.00	5,470.00	4,781.00	--
Imobilizari in curs - brut	330.00	315.00	457.00	432.00	413.00	271.00	163.00	191.00	212.00	--
Total imobilizari corporale	14,873.00	12,630.00	12,466.00	10,539.00	11,146.00	11,074.00	10,369.00	11,678.00	9,897.00	--
Amortizare acumulata pt. im. corporale	(7,186.00)	(6,613.00)	(6,152.00)	(5,866.00)	(6,202.00)	(6,007.00)	(5,596.00)	(6,683.00)	(5,803.00)	--
Total imobilizari corporale - net	7,687.00	6,017.00	6,314.00	4,673.00	4,944.00	5,067.00	4,773.00	4,995.00	4,094.00	3,592.00
Fond comercial net	7,313.00	5,433.00	5,314.00	1,882.00	2,195.00	2,138.00	1,627.00	1,093.00	--	--
Imobilizari necorporale - net	3,577.00	1,702.00	1,716.00	228.00	254.00	242.00	210.00	58.00	39.00	13.00
Investitii in societati afiliate	1,673.00	1,427.00	1,145.00	892.00	186.00	172.00	134.00	--	--	--
Alte imobilizari financiare	1,552.00	887.00	987.00	606.00	786.00	646.00	632.00	1,122.00	835.00	531.00
Total imobilizari financiare	3,225.00	2,314.00	2,132.00	1,498.00	972.00	818.00	766.00	1,122.00	835.00	531.00
Creante scadente pe termen lung	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Cheltuieli efectuate in avans	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Creante din impozitul pe profit	429.00	561.00	362.00	316.00	395.00	286.00	269.00	--	--	--
Creante pe t.l. din operatiuni eliminate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lichiditati imobilizate pe termen lung	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte active imobilizate	429.00	561.00	362.00	316.00	395.00	286.00	269.00	--	--	--
Total activ	26,549.00	20,180.00	20,587.00	11,954.00	12,997.00	11,829.00	10,777.00	10,898.00	7,781.00	7,195.00
Datorii comerciale	1,660.00	1,361.00	1,563.00	2,525.00	2,496.00	2,451.00	2,025.00	745.00	629.00	620.00
Alte datorii de exploatare	909.00	891.00	745.00	--	--	--	--	417.00	303.00	358.00
Datorii financiare pe termen scurt	164.00	231.00	100.00	251.00	1,056.00	651.00	800.00	1,117.00	1,040.00	573.00
Portiunea curenta a datoriilor pe t.l.	830.00	1,070.00	869.00	787.00	185.00	409.00	146.00	--	--	--
Avansuri incasate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Impozit pe profit de plata	241.00	132.00	85.00	71.00	149.00	141.00	30.00	392.00	322.00	335.00
Alte datorii pe termen scurt	123.00	227.00	158.00	143.00	122.00	100.00	43.00	--	--	--
Total datorii curente	5,623.00	5,356.00	5,058.00	3,777.00	4,008.00	3,752.00	3,044.00	2,911.00	2,555.00	2,235.00
Datorii financiare pe termen lung	8,031.00	7,312.00	9,002.00	1,290.00	2,052.00	2,189.00	2,615.00	2,721.00	1,215.00	797.00
Leasing financiar	47.00	89.00	82.00	5.00	6.00	6.00	--	--	--	--
Datorii pe t.l. din impozitul pe profit	991.00	786.00	661.00	427.00	471.00	393.00	384.00	--	--	--
Participatiuni minoritare	289.00	296.00	281.00	307.00	511.00	545.00	477.00	2,315.00	1,711.00	381.00
Rezerve	475.00	356.00	344.00	158.00	242.00	273.00	298.00	1,367.00	981.00	1,024.00
Alte datorii pe termen lung	1,340.00	990.00	1,032.00	744.00	940.00	975.00	1,001.00	1,367.00	981.00	1,024.00
Total datorii pe termen lung	8,078.00	7,401.00	9,084.00	1,295.00	2,058.00	2,195.00	2,615.00	2,721.00	1,215.00	797.00
Total datorii	9,072.00	8,702.00	10,053.00	2,333.00	3,299.00	3,255.00	3,561.00	3,838.00	2,255.00	1,370.00
Capital social	922.00	784.00	784.00	784.00	784.00	784.00	784.00	--	--	--
Prime de capital	2,701.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Rezultatul reportat	5,939.00	5,060.00	4,322.00	4,620.00	4,225.00	3,185.00	2,472.00	--	--	--
Actiuni de trezorerie	--	(42.00)	(40.00)	--	--	--	--	--	--	--
Alte ajust. asupra capitalurilor proprii	666.00	(451.00)	(595.00)	--	--	--	--	1,584.00	1,319.00	2,758.00
Total capitaluri proprii	10,228.00	5,351.00	4,471.00	5,404.00	5,009.00	3,969.00	3,256.00	1,584.00	1,319.00	2,758.00
Total pasiv	26,549.00	20,180.00	20,587.00	11,954.00	12,997.00	11,829.00	10,777.00	10,898.00	7,781.00	7,195.00

Sursa: Reuters Knowledge;

ANEXA - Situatii financiare Heineken AG (4/6)

Bilant
 Heineken
 mil. EUR

Perioada	S1/2011	S1/2010	S1/2009	S1/2008	S1/2007	S1/2006	S1/2005	S1/2004	S1/2003	S1/2002
Numerar si asimilate	662.00	650.00	466.00	795.00	995.00	461.00	695.00	673.00	639.00	905.00
Investitii fin. (t.s.)	12.00	18.00	10.00	159.00	53.00	16.00	19.00	26.00	--	--
Total lichiditati	674.00	668.00	476.00	954.00	1,048.00	477.00	714.00	699.00	639.00	905.00
Total creante, net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Stocuri	1,443.00	1,465.00	1,311.00	1,439.00	978.00	990.00	960.00	934.00	912.00	792.00
Cheltuieli in avans	298.00	312.00	159.00	298.00	133.00	--	--	--	--	--
Operatiuni terminate - active curente	3.00	20.00	62.00	35.00	30.00	-	--	--	--	--
Lichiditati imobilizate pe termen scurt	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte active circulante	3.00	20.00	62.00	35.00	30.00	-	--	--	--	--
Total active circulante	5,212.00	5,705.00	4,964.00	5,951.00	4,618.00	3,770.00	3,934.00	3,792.00	3,329.00	3,301.00
Cladiri - brut	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Terenuri si amenajari - brut	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Echipamente utilaje si masinarii - brut	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Imobilizari in curs - brut	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total imobilizari corporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Amortizare acumulata pt. im. corporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total imobilizari corporale - net	7,452.00	7,984.00	6,197.00	6,621.00	4,313.00	4,958.00	4,777.00	4,737.00	4,385.00	3,815.00
Fond comercial net	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Imobilizari necorporale - net	10,711.00	11,403.00	7,314.00	7,079.00	1,969.00	2,392.00	1,935.00	1,810.00	408.00	21.00
Investitii in societati afiliate	1,599.00	1,583.00	1,325.00	1,500.00	921.00	170.00	--	--	--	--
Alte imobilizari financiare	959.00	1,030.00	608.00	976.00	379.00	627.00	894.00	981.00	850.00	777.00
Total imobilizari financiare	2,558.00	2,613.00	1,933.00	2,476.00	1,300.00	797.00	894.00	981.00	850.00	777.00
Creante scadente pe termen lung	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Cheltuieli efectuate in avans	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Creante din impozitul pe profit	494.00	886.00	294.00	314.00	376.00	280.00	265.00	271.00	--	--
Creante pe t.l. din operatiuni eliminate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Lichiditati imobilizate pe termen lung	391.00	526.00	357.00	398.00	183.00	--	--	--	--	--
Alte active imobilizate	885.00	1,412.00	651.00	712.00	559.00	280.00	265.00	271.00	--	--
Total activ	26,818.00	29,117.00	21,059.00	22,839.00	12,759.00	12,197.00	11,805.00	11,591.00	8,972.00	7,914.00
Datorii comerciale	4,978.00	5,019.00	4,188.00	4,353.00	3,075.00	2,734.00	--	--	--	--
Alte datorii de exploatare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Datorii financiare pe termen scurt	393.00	150.00	104.00	438.00	635.00	251.00	1,067.00	1,254.00	-	-
Portiunea curenta a datoriilor pe t.l.	848.00	727.00	1,838.00	1,286.00	422.00	665.00	--	--	--	--
Avansuri incasate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Impozit pe profit de plata	234.00	199.00	136.00	104.00	131.00	191.00	--	--	--	--
Alte datorii pe termen scurt	420.00	311.00	271.00	152.00	288.00	199.00	2,707.00	2,591.00	3,157.00	2,863.00
Total datorii curente	6,639.00	6,207.00	6,401.00	6,229.00	4,420.00	3,849.00	3,774.00	3,845.00	3,157.00	2,863.00
Datorii financiare pe termen lung	7,744.00	9,339.00	7,833.00	8,778.00	1,803.00	2,144.00	2,547.00	2,705.00	1,529.00	1,039.00
Leasing financiar	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Datorii pe t.l. din impozitul pe profit	973.00	1,572.00	607.00	969.00	430.00	423.00	382.00	467.00	--	--
Participatiuni minoritare	259.00	239.00	279.00	284.00	279.00	507.00	492.00	440.00	450.00	1,710.00
Rezerve	438.00	580.00	353.00	329.00	185.00	347.00	332.00	325.00	958.00	963.00
Alte datorii pe termen lung	168.00	156.00	--	--	--	32.00	--	--	--	--
Total datorii pe termen lung	7,744.00	9,339.00	7,833.00	8,778.00	1,803.00	2,144.00	2,547.00	2,705.00	1,529.00	1,039.00
Total datorii	17,293.00	18,880.00	16,110.00	17,314.00	7,696.00	7,946.00	8,216.00	8,496.00	6,094.00	6,575.00
Capital social	922.00	922.00	784.00	784.00	784.00	784.00	--	--	--	--
Prime de capital	2,701.00	2,701.00	--	--	--	--	--	--	--	--
Rezultatul reportat	5,418.00	5,782.00	4,165.00	4,741.00	4,279.00	3,467.00	--	--	--	--
Actiuni de trezorerie	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte ajust. asupra capitalurilor proprii	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total capitaluri proprii	9,525.00	10,237.00	4,949.00	5,525.00	5,063.00	4,251.00	3,589.00	3,095.00	2,878.00	1,339.00
Total pasiv	26,818.00	29,117.00	21,059.00	22,839.00	12,759.00	12,197.00	11,805.00	11,591.00	8,972.00	7,914.00

Sursa: Reuters Knowledge;

ANEXA - Situatii financiare Heineken AG (5/6)

Situatia Fluxurilor de Trezorerie

Heineken

mil. EUR

Perioada	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Profit net	1,568.00	1,142.00	347.00	929.00	1,345.00	869.00	642.00	1,222.00	1,282.00	1,125.00
Amortizare	1,118.00	931.00	825.00	638.00	786.00	768.00	682.00	644.00	529.00	476.00
Modificari in imp. pe profit datorat	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Modificari de contabilitate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Operatiuni eliminate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Elemente extraordinare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Elemente neobisnuite	(239.00)	(41.00)	(32.00)	(28.00)	(379.00)	(63.00)	(26.00)	--	--	--
Alte elemente non-cash	448.00	477.00	338.00	126.00	74.00	128.00	306.00	95.00	(8.00)	(32.00)
Modificari in fondul de rulment	(38.00)	(144.00)	(307.00)	(66.00)	63.00	212.00	127.00	(595.00)	(854.00)	(617.00)
Flux de trezorerie operational (CFO)	2,657.000	2,379.000	1,660.000	1,529.000	1,849.000	1,872.000	1,611.000	1,396.000	997.000	997.000
Achizitii de imobilizari corporale	(648.00)	(678.00)	(1,102.00)	(1,004.00)	(844.00)	(853.00)	(719.00)	(611.00)	(696.00)	(578.00)
Achizitii de imobilizari necorporale	(56.00)	(99.00)	(158.00)	(17.00)	(33.00)	(21.00)	(18.00)	--	--	--
Capex	(704.00)	(777.00)	(1,260.00)	(1,021.00)	(877.00)	(874.00)	(737.00)	(611.00)	(696.00)	(578.00)
Achizitii de subsidiare	17.00	(84.00)	(3,580.00)	(241.00)	(113.00)	(730.00)	(1,117.00)	--	--	--
Vanzari de imobilizari corporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Incasari din investitii financiare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Investitii financiare	(77.00)	(116.00)	(202.00)	(58.00)	--	--	--	--	--	--
Vanzari de imobilizari necorporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte fluxuri investitionale	297.00	(10.00)	(3,484.00)	(104.00)	78.00	(320.00)	(1,058.00)	(1,469.00)	(1,277.00)	(205.00)
Flux de trezorerie investitional (CFI)	-407.000	-787.000	-4,744.000	-1,125.000	-799.000	-1,194.000	-1,795.000	-2,080.000	-1,973.000	-783.000
Dividende platite	(483.00)	(392.00)	(485.00)	(417.00)	(294.00)	(271.00)	(243.00)	--	--	--
Emisiuni / (-Rascumparari) de actiuni	(381.00)	(13.00)	(11.00)	(15.00)	(14.00)	--	--	3.00	(1.00)	57.00
Datorii noi, net de rambursari	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte fluxuri financiare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Flux de trezorerie financiar (CFF)	-2,172.000	-1,837.000	3,309.000	-631.000	-649.000	-592.000	-366.000	1,233.000	427.000	-39.000
Efectul conversiei valutare	36.00	5.00	70.00	(5.00)	(8.00)	(13.00)	1.00	--	--	--
Flux de trezorerie net (CFN)	114.000	-240.000	295.000	-232.000	393.000	73.000	-549.000	549.000	-549.000	175.000
Numerar la inceputul perioadei	364.00	604.00	309.00	541.00	234.00	161.00	710.00	--	--	--
Numerar la sfarsitul perioadei	478.00	364.00	604.00	309.00	627.00	234.00	161.00	--	--	--
Dobanzi efectiv platite	554.00	467.00	--	155.00	138.00	141.00	175.00	132.00	103.00	74.00
Taxe efectiv platite	443.00	245.00	251.00	375.00	408.00	220.00	383.00	314.00	341.00	333.00

Sursa: Reuters Knowledge;

ANEXA - Situatii financiare Heineken AG (6/6)

Situatia Fluxurilor de Trezorerie

Heineken

mil. EUR

Perioada	S1/2011	S1/2010	S1/2009	S1/2008	S1/2007	S1/2006	S1/2005	S1/2004	S1/2003	S1/2002
Profit net	667.00	764.00	555.00	474.00	362.00	495.00	345.00	376.00	588.00	--
Amortizare	570.00	484.00	440.00	378.00	321.00	374.00	355.00	345.00	273.00	--
Modificari in imp. pe profit datorat	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Modificari de contabilitate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Operatiuni eliminate	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Elemente extraordinare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Elemente neobisnuite	-18.00	-216.00	-10.00	-14.00	0.00	-38.00	-15.00	-21.00	--	--
Alte elemente non-cash	361.00	214.00	192.00	25.00	62.00	71.00	110.00	40.00	62.00	--
Modificari in fondul de rulment	-422.00	-249.00	-371.00	-380.00	-108.00	-252.00	-150.00	-111.00	-507.00	336.00
Flux de trezorerie operational (CFO)	1046.00	899.00	735.00	432.00	572.00	632.00	560.00	575.00	450.00	336.00
Achizitii de imobilizari corporale	-276.00	-213.00	-345.00	-572.00	-385.00	-386.00	-402.00	-377.00	-380.00	-335.00
Achizitii de imobilizari necorporale	-15.00	-12.00	-11.00	-112.00	-3.00	-14.00	--	--	--	--
Capex	-291.00	-225.00	-356.00	-684.00	-388.00	-400.00	-402.00	-377.00	-380.00	-335.00
Achizitii de subsidiare	-317.00	-104.00	-113.00	-3347.00	-11.00	-50.00	-206.00	-926.00	--	--
Vanzari de imobilizari corporale	46.00	66.00	43.00	28.00	18.00	70.00	52.00	45.00	--	--
Incasari din investitii financiare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Investitii financiare	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Vanzari de imobilizari necorporale	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte fluxuri investitionale	-261.00	228.00	-102.00	-3191.00	-40.00	11.00	60.00	-901.00	-545.00	-636.00
Flux de trezorerie investitional (CFI)	-552.00	3.00	-458.00	-3875.00	-428.00	-389.00	-342.00	-1278.00	-925.00	-971.00
Dividende platite	-365.00	-262.00	-236.00	-293.00	-276.00	-189.00	-168.00	-136.00	--	--
Emisiuni / (-Rascumparari) de actiuni	-200.00	-195.00	-10.00	-11.00	-8.00	-10.00	-2.00	0.00	--	--
Datorii noi, net de rambursari	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Alte fluxuri financiare	-180.00	-392.00	-325.00	3752.00	-42.00	-85.00	-109.00	-58.00	--	--
Flux de trezorerie financiar (CFF)	-692.00	-832.00	-547.00	3520.00	-324.00	-254.00	-264.00	-198.00	232.00	334.00
Efectul conversiei valutare	-11.00	66.00	28.00	-29.00	-1.00	-13.00	-5.00	-9.00	11.00	--
Flux de trezorerie net (CFN)	-209.00	136.00	-242.00	48.00	-181.00	-24.00	-51.00	-910.00	-232.00	-301.00
Numerar la inceputul perioadei	478.00	364.00	604.00	309.00	541.00	234.00	157.00	710.00	--	--
Numerar la sfarsitul perioadei	269.00	500.00	362.00	357.00	360.00	210.00	106.00	-200.00	--	--
Dobanzi efectiv platite	--	--	--	--	30.00	56.00	57.00	61.00	55.00	34.00
Taxe efectiv platite	233.00	179.00	117.00	128.00	162.00	120.00	94.00	160.00	136.00	144.00

Sursa: Reuters Knowledge;