



iris

Ondernemingsstudie Grolsch

Forse winstgroei verwacht

De nettowinst zal volgens onze taxaties de komende jaren stijgen met 14 à 15%. Door toename van het aantal aandelen ligt de groei van de winst per aandeel iets lager.

Lagere kosten

De begin 1994 aangekondigde efficiency-operatie in Nederland verloopt sneller dan verwacht. Het kostenniveau zal in 1995 en 1996 een stuk lager zijn dan in 1994. Ook daarna heeft Grolsch nog vele mogelijkheden de produktiviteit aanzienlijk te verhogen.

Distributie-deals kunnen in 1996 winstbijdrage geven

De samenwerking met Bass in het VK en met Elbrewery in Polen bieden veel perspectief, vooral vanaf 1997. Het belang van Grolsch in de Poolse brouwerijen zou bovendien voor een positieve verrassing kunnen zorgen.

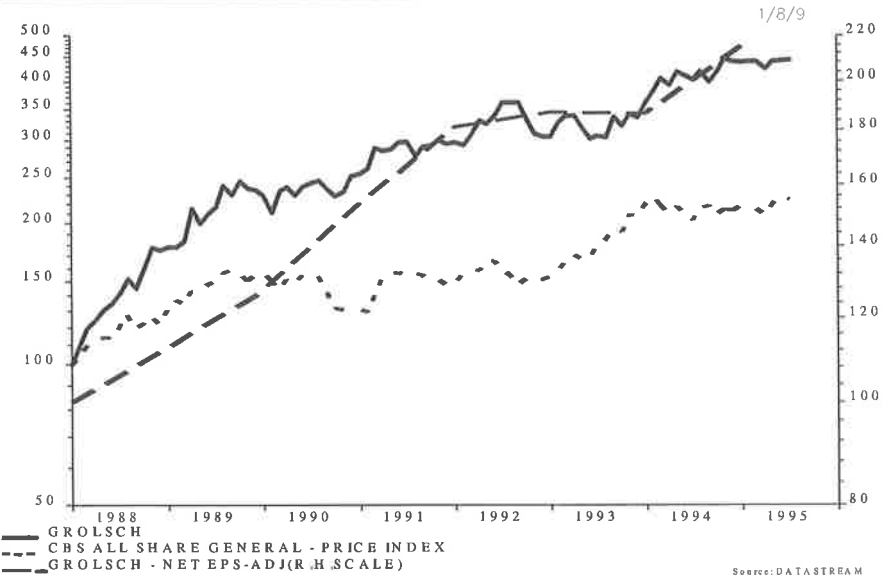
I Kopen ↑

Bert van den Broek, augustus 1995

INSTITUTE FOR RESEARCH AND INVESTMENT SERVICES BV

SAMENVATTING

FUNDAMENTEEL ADVIES: KOPEN ↑						GROLSCH (NLG 58)	
	1991	1992	1993	1994	1995E	1996E	1997E
WINST P.A.	2.77	2.85	2.85	3.28	3.69 ↑	4.19 ↑	4.80 ↑
WINST P.A. FULLY DILUTED	2.37	2.64	2.63	3.10	3.48 ↑	3.97 ↑	4.58 ↑
DIVIDEND P.A.	1.04	1.08	1.08	1.32	1.48 ↑	1.68 ↑	1.92 ↑
CASH FLOW P.A.	5.95	6.75	6.78	5.72	6.09	6.31	6.91
EIGEN VERMOGEN P. A.	17.03	13.26	7.20	9.19	14.00		



KERNGEGEVENS	
	NLG MLN
MARKTKAPITALISATIE	928
EIGEN VERMOGEN	223
OMZET	554
NETTO SCHULD	-205
BALANSTOTAAL	524
ROE	23.5%
AANTAL AANDELEN (MEDIO 1995)	16.1 MLN
IDEM, FULLY DILUTED	18.0 MLN
WINSTGROEI P.A.:	
- LAATSTE 5 JAAR	7.4
- KOMENDE 5 JAAR	11.2
VOORSPELBAARHEID WINST (IBES)	
(1 = HOOG; 10 = LAAG)	1

PERFORMANCE			
	-1M	-3M	-12M
ABSOLUUT	5.3	6.1	11.3
T.O.V. LAND	0.1	-1.2	1.9
REUTERCODE	GROLC.AS		

WAARDERING			
	94	95	96
P/E	18.5	16.5	14.5
P/E TOV LAND	1.5	1.6	1.5
P/CF	10.1	9.4	9.1
P/CF TOV LAND	1.4	1.4	1.5
P/B	4.1		
P/B TOV LAND	2.0		
P/S	1.7		
P/S TOV LAND	2.0		
DIV. RENDEMENT	2.3	2.6	2.9
I/B/E/S			
	95	96	97
W.P.A.	3.71	4.10	4.29
BIJSTELLING -1M (%)	0.0	0.0	3.5
BIJSTELLING -3M (%)	-2.0	-4.5	

TECHNISCHE ANALYSE	
ADVIES	KOPEN
STEUN	56.00
WEERSTAND	59.20

Samenvatting

Advies verhoogd tot Kopen

Het advies Grolsch verhogen wij van Houden tot Kopen. Volgens de winsttaxaties zal Grolsch de komende jaren één van de snelste groeiers in de sector voedings- en genotmiddelen zijn met een winstgroei van ruim in de dubbele cijfers. De P/C voor 1996 is 9, wat niet te duur is. Daar komt bij dat wij de kans op positieve verrassingen groter achten dan de kans op negatieve, zoals zal blijken uit het onderstaande.

Nederland: toename marktaandeel en lagere kosten

Nederland is en blijft voorlopig het belangrijkste land voor Grolsch. Grolsch zal hier naar onze verwachting profiteren van een geleidelijke toename van het marktaandeel, zoals al jaren, en van lagere kosten.

Ook na lopende efficiency-operatie is Bavaria véél produktiever

Wat betreft kosten spelen er twee zaken. De begin 1994 aangekondigde efficiency-operatie, waarbij 130 arbeidsplaatsen zouden verdwijnen in drie à vier jaar, verloopt sneller dan verwacht en zal zelfs bijna volledig afgerond zijn in 1995. In de tweede plaats blijkt uit een vergelijking met de Nederlandse brouwer Bavaria dat Grolsch nog lang niet alle efficiëncymogelijkheden heeft uitgeput. Na de lopende efficiency-operatie ligt de bierproductie per werknemer bij Bavaria nog altijd minstens 65% hoger dan bij Grolsch. Grolsch heeft dus nog heel veel potentieel.

Bass deal gunstig, maar zal winst niet met tientallen procenten verhogen

In Engeland is de deal met Bass zeer gunstig voor beide partijen. De neergaande trend in Grolsch-verkopen in het VK werd reeds in het eerste, niet volledige jaar van de joint venture omgebogen. Uit onze scenario's, zie pagina 12, blijkt dat de winstbijdrage over een drietal jaren zou kunnen oplopen tot NLG 7 à 9 mln, ongeveer 10% van het bedrijfsresultaat over 1994.

Polen biedt veel kansen en zou ons wel eens positief kunnen verrassen

In mei van dit jaar sloot Grolsch een distributie-overeenkomst met de Poolse marktleider Elbrewery en nam zij tevens een indirect 12.5%-belang in Elbrewery en Hevelius, twee Poolse brouwerijen met een gezamenlijk marktaandeel van 18%. Deze brouwerijen zijn zeer winstgevend, zoals veel Poolse brouwers. Wij hebben uit voorzichtigheid in de taxaties met een zeer geringe winstbijdrage (enkele miljoenen guldens in 1997) gerekend uit Polen. Maar uit enkele scenario's blijkt dat Polen ons wel eens geweldig aan de bovenkant zou kunnen gaan verrassen; zie pagina 16. De grootste verrassing zou plaatsvinden indien de Poolse autoriteiten, op het moment minderheidsaandeelhouder met 49%, niet mee zou willen betalen aan uitbreidingsinvesteringen (die in de groeiende Poolse markt regelmatig nodig zijn). Meestal nemen de andere aandeelhouders de investeringen dan voor hun rekening en vergroten en passant hun belang. Dit soort zaken is natuurlijk niet te voorspellen en wij hebben het daarom ook niet in onze taxaties opgenomen. Het is echter wel een scenario dat niet uit te sluiten is.

Waardering

Advies verhoogd tot Kopen

Om een oordeel te geven over de waardering van Grolsch hanteren wij de volledig verwaterde cijfers per aandeel. Uit onderstaand waarderingsoverzicht blijkt dat Grolsch geen bijzonder goedkoop aandeel is. Desondanks verhogen wij het advies van Houden naar Kopen.

De komende jaren rekenen wij namelijk op een sterke winstgroei in dubbele cijfers, ook na 1996. Het neerwaarts risico lijkt ons bij Grolsch zeer beperkt. Ook de lagere US-dollar raakt Grolsch maar heel beperkt.

Grolsch is snelle groeier, met meer kans op positieve verrassingen dan op negatieve

Aan de andere kant zien wij voor Grolsch enorme kansen; voorbeelden zijn de enorme mogelijke kostenreductie in Nederland, het belang in Polen en de deal met Bass. Deze zaken hebben wij of niet of heel gematigd meegenomen in onze taxaties, omdat wij ons niet rijk willen rekenen. Het is echter niet uit te sluiten dat ons scenario voor Polen en voor het VK te somber is. Indien dat inderdaad het geval is, zou Grolsch ons een aantal jaren aan de bovenkant gaan verrassen. Omdat de kans verrassingen aan de onderkant ons inziens heel beperkt zijn, verhogen wij het advies tot Kopen. Grolsch zal naar verwachting een van de snelste groeiers in de sector zijn. Een P/C van 9 voor 1996 is ook beslist niet zodanig, dat een forse P/C-contractie een risico is.

WAARDERING VAN ENKELE BROUWERS

	KOERS 31/7/95	PE 94	PE 95	PE 96	PC 94	PC 95	PC 96
GROLSCH	58	18.5	16.5	14.5	10.1	9.4	9.1
GUINNESS	494	15.6	14.7	13.7	12.8	12.2	11.5
HEINEKEN	246	20.4	18.3	16.3	9.7	8.7	7.8
SCOTTISH & NEWCASTLE	593	13.2	13.2	12.0	8.7	8.5	7.8

Inhoud

Inleiding 4

 Korte financiële terugblik op 1990-94 5

Nederland 6

 De Nederlandse biermarkt 6

 Het marktaandeel van Grolsch 6

 Toekomstige groei in Nederland 7

 Prijsontwikkeling 8

 Kostenontwikkeling 8

Verenigd Koninkrijk 10

 De biermarkt 11

 Grolsch in Engeland 11

 De samenwerking met Bass 12

Overige landen 15

 Polen 16

 Duitsland 18

 Overige 18

Financieel gedeelte 18

 Resultatenrekening 19

 Balans 19

 Cash flow 20

Appendices 21

Inleiding

In 1984-1990
boekte Grolsch
winstverdubbeling

Overnames en
stagnatie in 1991-93

Nieuwe strategie
sinds 1994

De laatste 12 jaar in de geschiedenis van Grolsch vallen uiteen in drie perioden. In de jaren 1984-90, dus vlak na de introductie aan de beurs, kon Grolsch haar marktaandeel in Nederland uitbreiden en een goede exportpositie in het Verenigd Koninkrijk opbouwen. De nettowinst steeg in deze jaren van NLG 19 mln naar NLG 38 mln.

De periode 1991-1993 werd gekenmerkt door een tweetal acquisities in het buitenland. In 1991 werd het Duitse Wicküler overgenomen, op dat moment bijna zo groot als Grolsch zelf. Na enkele jaren van grondig reorganiseren kwam Grolsch tot de conclusie dat het bezitten van een brouwerij in Duitsland niet de geëigende weg was voor internationale expansie. Het verliesgevende Wicküler werd begin 1994 verkocht aan Brau und Brunnen. In februari 1992 werd de Engelse brouwer Ruddles overgenomen van Courage. Deze brouwer is nog altijd in het bezit van Grolsch. De nettowinst kende in deze acquisitieperiode een tamelijk vlak verloop. Na de NLG 39 mln in 1990 volgden jaren met respectievelijk NLG 42 mln, NLG 43 mln en ten slotte NLG 44 mln in 1993.

Sinds begin 1994 hanteert Grolsch een nieuwe strategie, waarbij de nadruk meer ligt op internationale expansie door middel van distributie-overeenkomsten, een weg die meer bij een brouwer van de omvang van Grolsch lijkt te passen.

- Tegelijkertijd met de verkoop van Wicküler aan Brau und Brunnen werd een distributie-overeenkomst met deze brouwer gesloten voor de Duitse markt.
- In maart 1994 werd bovendien een samenwerking met Bass aangekondigd, toentertijd marktleider in het Verenigd Koninkrijk.
- In mei van dit jaar volgde een distributiedeal met de marktleider in Polen. Bovendien nam Grolsch een klein indirect belang in deze Poolse marktleider.

Korte financiële terugblik op 1990-94

In de jaren 1990-94 was de Nederlandse biermarkt stabiel, maar won Grolsch marktaandeel. De Britse biermarkt, na Nederland voor Grolsch de belangrijkste, kende grote problemen door dalende afzet en prijsconcurrentie. Grolsch heeft zich niet aan die moeilijke omstandigheden kunnen onttrekken, evenmin als Ruddles.

In 1994 véél
winstgevender dan
in 1990, ondanks
Engeland

Desalniettemin laat tabel 1 zien dat Grolsch in 1990-94 enorme vooruitgang heeft geboekt. Op de belangrijke Nederlandse markt is de winstgevendheid blijkbaar voldoende toegenomen om de daling in Engeland op te vangen. Belangrijk is dat de Nederlandse markt nog een enorme potentie heeft om de resultaten te verbeteren, ook al is de gemiddelde winstgevenheid van Grolsch heel goed.

Nederland
belangrijkst voor
toekomstige
winstontwikkeling

Voor de winstontwikkeling van Grolsch in de rest van dit decennium achten wij de Nederlandse markt daarom het belangrijkste. Na Nederland zal naar onze verwachting Polen het belangrijkste land zijn voor Grolsch, gevolgd door het Verenigd Koninkrijk. Hierna gaan wij uitgebreid in op Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Polen en kort op de overige markten.

TABEL 1: GROLSCH IN 1984, 1990 EN 1994

	1984	1990	1994
OMZET NEDERLAND	252.4	336.8	400.4
IDEM, REST EUROPA	21.2	100.9	110.0
IDEM, BUITEN EUROPA	35.6	34.7	43.7
OMZET TOTAAL	309.2	472.4	554.1
BEDRIJFSRESULTAAT	29.3	48.9	80.2
NETTOWINST	19.4	37.9	52.4
BRUTOMARGE	9.5%	10.3%	14.5%
IDEM, IN OMZET - ACCIJNS	12.0%	13.4%	17.7%

BRON: GROLSCH

Nederland

De Nederlandse biermarkt

Nederlandse
biermarkt ongeveer
stabiel

Onderstaande tabel geeft de ontwikkeling van de Nederlandse biermarkt, uitgesplitst in vier segmenten. Over de periode 1989-1994 is de markt met 2% totaal gegroeid. Het pilssegment is licht gedaald, terwijl importbier min of meer stabiel bleef. De toename van de bierconsumptie wordt verklaard door de opkomst (en gedeeltelijke neergang) van alcoholvrij bier en door de groei in de restcategorie, waartoe een aantal speciaalbieren behoort. Inclusief speciaalbieren die in andere segmenten vallen, is deze categorie goed voor ongeveer 5% van de markt.

TABEL 2: DE NEDERLANDSE BIERMARKT IN MLN HECTOLITERS

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PILS	11.39	11.92	11.87	11.66	11.85	11.41	11.69
ALCOHOLVRIJ	0.15	0.29	0.76	1.01	1.10	0.82	0.72
IMPORT	0.68*	0.59	0.61	0.77	0.53	0.55	0.55
REST	0.07	0.20	0.21	0.19	0.21	0.24	0.28
MARKT	12.29	13.00	13.45	13.64	13.69	13.02	13.23

* NB: IMPORT WAS EXCEPTIONEEL HOOG IN 1988 DOOR TIJDELIJKE INVOER VAN NEDERLANDS BIER I.V.M. SLUITING BROUWERIJ

BRON: PRODUKTSCHAP VOOR BIER

Het produktassortiment van Grolsch dekt de verschillende segmenten goed af:

- Grolsch pilsner, dat onder andere geleverd wordt in de bekende beugelfles;
- speciaalbieren, zoals het donkere Amber en de seizoenbieren (Lente, Zomer, Herfst, Winter, bokbier);
- het alcoholvrije Grolsch Special Malt;
- tot slot is Grolsch via een joint venture met Gulpen, de Bierelier, betrokken bij de import van bier.

Op de Nederlandse biermarkt is de verdeling pils : speciaalbier : alcoholvrij ruwweg 90 : 5 : 5. Deze verhouding gaat ook ongeveer op voor Grolsch.

Het marktaandeel van Grolsch

Marktaandeel
Grolsch van 12,5%
naar 15% in 1983-94

In 1983 en 1984 had Grolsch in Nederland een marktaandeel van 12,5%. Na 1984 stopte Grolsch met het publiceren van dit cijfer, maar uit de groei van het exportvolume en het aandeel van het exportvolume in de totale produktie laat zich een helder beeld omtrent de ontwikkeling van het marktaandeel afleiden. Het blijkt dat het marktaandeel geleidelijk gestegen is tot zo'n 15% afgelopen jaar.

De vrijwel ononderbroken groei van het marktaandeel is te danken aan meerdere factoren:

- de premium uitstraling van het Grolsch merk, mede dankzij de unieke beugelfles en succesvolle reclamecampagnes. Uit meerdere onafhankelijke marktonderzoeken is gebleken dat het Grolsch-merk uitstekend staat aangeschreven;
- het introduceren van alcoholvrij bier in december 1989. Op het moment van introductie had alcoholvrij bier reeds ruim 2% marktaandeel veroverd. Na een jaar,

TABEL 3: GROEI BIERAFZET IN NEDERLAND IN HECTOLITERS

	1983-94
MARKT TOTAAL	6%
GROLSCH TOTAAL	24%

BRON: PRODUKTSCHAP VOOR BIER, TAXATIES IRIS

toen alcoholvrij bier inmiddels 6% van de Nederlandse markt uitmaakte, had Grolsch in dit segment haar 'fair share' veroverd. Dit betekent dat alleen deze introductie in 1990 een extra marktaandeel van 0,3% opleverde;

- het succes in speciaalbieren. Speciaalbieren vormen al jaren een groeiend segment van de Nederlandse markt (ruim 5% in 1994). Grolsch introduceerde eind tachtiger jaren Amber en is bovendien sterk in de bokbieren (Lentebok en Herfstbok). Dit jaar volgde de aankondiging van Zomergoud en Wintervorst. Zomergoud kent inmiddels een groot succes.

Grolsch vooral sterk
in thuisverbruik

Het marktaandeel van Grolsch bedraagt 15% nationaal, maar er zijn grote verschillen per regio en afzetkanaal. In de markt voor thuisverbruik schatten wij het aandeel van Grolsch op zo'n 20%, zodat dit in de horeca rond de 5% zou moeten liggen. Dit betekent dat Grolsch relatief sterk leunt op het thuisverbruik, aangezien voor heel

Nederland de verhouding thuisverbruik : horeca 65 : 35 bedraagt. De horeca-afzet van Grolsch is van oudsher met name geconcentreerd in het oosten van Nederland; in de Randstad is Grolsch relatief klein in de horeca.

TABEL 4: GROLSCH PER AFZETKANAAL

	THUISVERBUIK	HORECA
VERDELING NEDERLANDSE MARKT	65%	35%
GROLSCH MARKTAANDEEL	20%	5%

BRON: TAXATIE IRIS RESEARCH O.B.V. PRODUKTSCHAP VOOR BIER EN FOOD TRENDS INDUSTRIE

Toename markt-
aandeel verwacht:

door groei in
horeca,
waar Grolsch relatief
klein is...

... groeiende vraag
naar kwaliteit...

... en door succes in
speciaalbieren

Toekomstige groei in Nederland

Onze verwachting is dat het marktaandeel van Grolsch in Nederland de komende jaren verder zal toenemen.

- Op de eerste plaats door groei in het horecasegment, waar Grolsch, zoals gezegd, buiten haar thuisbasis in het oosten van het land nog niet goed vertegenwoordigd is. De brouwer werkt hard aan uitbreiding van de horeca-afzet. Al jarenlang wint men gemiddeld één café per dag. Wel kost uitbreiding van de afzet in de horeca relatief veel geld, aangezien de brouwer veelal meebetaalt aan een verbouwing en nieuwe inventaris van een café.
- Belangrijk is dat groei in de horeca een uitstralingseffect heeft naar de markt voor thuisverbruik, aangezien men thuis vaak hetzelfde biermerk drinkt als in het café. Zo bezien is expansie in de horeca op termijn minder duur dan het op het eerste gezicht lijkt.
- De groei van premiumbier zal naar verwachting doorzetten, omdat men niet méér drinkt, maar wel steeds betere kwaliteit. Deze trend is al zeker tien jaar in vrijwel alle Europese landen zichtbaar. Volgens Canadean, een bureau gespecialiseerd in marktanalyse en consultancy in de drankenwereld en alom beschouwd als een autoriteit, groeit de premiumbiermarkt in Europa met 3 à 5% in volume per jaar. Grolsch moet hier met haar sterke merknaam van kunnen profiteren, zoals ook de afgelopen jaren vrijwel steeds het geval was.
- Ten slotte boekt Grolsch succesvol in speciaalbieren, een marktsegment dat jaarlijks in omvang toeneemt. De positie in bokbieren is sterk; de introductie van Zomergoud in juni dit jaar (produktie voor de hele zomer in één maand uitverkocht) is daarvan het laatste voorbeeld. Veel speciaalbieren kosten niet zo veel meer dan gewoon pils om te brouwen, maar de reclame-uitgaven zijn wel aanzienlijk (vergelijkbare kosten voor de reclamespot en het uitzenden als bij gewoon pils, maar voor een veel geringer volume). Grolsch Zomergoud kost exclusief BTW NLG 0.35 per fles à 30 cl méér dan gewoon Grolsch pils. Speciaal bieren zijn bij Grolsch goed voor naar schatting 6% van de omzet. Dit zou betekenen dat op Zomergoud circa NLG 1.5 à 2 mln méér wordt omgezet dan op

gewoon pils. Dit bedrag is voldoende om een reclamefilm te maken en uit te zenden, natuurlijk enigszins afhankelijk van hoe intensief men dit wil doen (Philips geeft NLG 2 mln per maand uit voor reclame in Nederland; Heineken NLG 4 mln). Duidelijk wordt uit dit sommetje dat een Zomer-speciaalbier bij groot succes bijvoorbeeld een miljoen aan de winst zou kunnen bijdragen (weer sterk afhankelijk van hoeveel reclame men precies gemaakt heeft). Speciaalbieren leveren bovendien een bijdrage aan de positieve uitstraling van het Grolsch-merk.

Toename
marktaandeel zal
geleidelijk gaan

De toename van marktaandeel die wij verwachten, zal geleidelijk gaan. In onze taxaties is uitgegaan van 0.2% per jaar. Dit is voorzichtigheidshalve een kleinere toename dan de (getaxeerde) gemiddelde jaarlijkse toename in 1989-1994.

Prijsontwikkeling

Geen
prijsconcurrentie in
Nederlandse markt

Heineken is met een marktaandeel van 52% de dominante partij op de Nederlandse biermarkt. Over het algemeen volgt iedere brouwer de prijsverhogingen die Heineken doorvoert. Belangrijk is dat er dus geen prijsconcurrentie is, zoals bijvoorbeeld in Engeland. In de supermarkt bewegen de bierprijzen de laatste drie jaren min of meer als een blok gezamenlijk omhoog. Een flesje Grolsch van 30 cl kost op het moment NLG 0.81 en Heineken NLG 0.78; in 1993 waren deze bedragen respectievelijk NLG 0.79 en NLG 0.77 en in 1992 NLG 0.76 en NLG 0.74. Het prijsverschil met Heineken is in drie jaar tijd dus gegroeid van twee naar drie cent.

Aan de andere kant worden de prijzen de laatste jaren ook niet veel verhoogd in Nederland. De laatste echte verhoging was de 6%-prijsstijging van november 1992. In het begin van dit jaar volgde nog wel een kleine verhoging van de prijzen in de horeca, maar verder overheerst de rust aan het prijzen-front.

Zeer gematigde
prijsontwikkeling
verwacht

Niets wijst erop dat de rust aan het prijzenfront de komende jaren doorbroken gaat worden. Wij houden rekening met een zeer geleidelijke prijsontwikkeling, waarin men zal trachten kostenstijgingen door te berekenen. Dit betekent dat prijsstijging geen bijzondere bijdrage zal leveren aan de winstgroei, anders dan via het neutraliseren van kostenstijging.

Kostenontwikkeling

Veel mogelijkheden
bij Grolsch voor
kostenreductie

Als de markt niet echt meer groeit, het marktaandeel 'slechts' geleidelijk toeneemt en prijzen zich gematigd ontwikkelen, wordt het kostenverloop wel heel belangrijk. Wat betreft potentiële kostendaling zien wij bij Grolsch nog veel mogelijkheden.

In de periode 1983-1994 nam de bierproductie van Grolsch in Nederland toe met een geschatte 23%, maar het aantal werknemers daalde in die periode van 874 naar 857 (gemiddeld gedurende het jaar). Aangezien arbeid de grootste kostenpost is (een kwart van de kosten exclusief accijns in 1994), was de produktiviteitstoename een heel belangrijke factor achter de winstgroei.

In 1994 gestarte
efficiency-operatie
in 1995 bijna
voltooid

De begin 1994 aangekondigde efficiency-operatie

Begin 1994 kondigde Grolsch aan het aantal arbeidsplaatsen in drie à vier jaar te willen terugbrengen met 130. Eind 1994 bleek men hiervan al een reductie van 36 gerealiseerd te hebben.

Eind 1994 werd tevens de concentratie van bottellijnen voor beugelflessen voltooid. Waar vroeger zowel in Enschede als in Groenlo beugelflessen werden gebotteld, gebeurt dat sinds begin 1995 nog slechts op één vernieuwde lijn in Groenlo. Deze operatie heeft geleid tot een arbeidsplaatsenreductie van 60 en tot een besparing op logistiek van NLG 1 mln.

De gehele efficiency-operatie verloopt veel sneller dan begin 1994 verwacht werd en zal in 1995 zelfs voor 90% zijn afgerond (dus in twee jaar in plaats van drie à vier). Het gevolg is dat de kostenbesparing van naar schatting zo'n NLG 8 mln op jaarbasis (12% van het bedrijfsresultaat 1994) al in de loop van 1995 bereikt wordt. (Hiervan werd naar onze inschatting een kwart reeds in 1994 gerealiseerd.)

Maar wat na 1995?

Ook na 1995 nog
veel kostenreductie
mogelijk

Ook na de thans lopende efficiency-operatie zijn er nog veel mogelijkheden de kosten te verlagen.

Grolsch is eeuwenlang een familiebedrijf geweest, dat niet alleen bier brouwde, maar ook zelf allerlei ondersteunende diensten in huis had. Een voorbeeld hiervan is een eigen vloot vrachtwagens voor biertransport, die berekend was op topcapaciteit. Het onderhoud van de wagens werd in eigen beheer gedaan. Inmiddels is de vloot gereduceerd, zodat de bezettingsgraad verbeterd is. Het onderhoud is uitbesteed en kost nu nog maar de helft.

Maar op dit gebied is nog lang niet alles achter de rug. De algemene trend tot uitbesteding van ondersteunende diensten en minder zelf doen, is ook bij Grolsch goed zichtbaar. Het proces zal tot een verdere daling van het aantal werknemers leiden, maar wel heel geleidelijk.

Hoever kunnen de kosten omlaag?

Produktiviteit Grolsch
in 1983-96 met 65%
omhoog, ...

Na het voorgaande is dit een voor de hand liggende vraag. Om deze te beantwoorden, vergelijken we de produktiviteit van Grolsch met andere brouwers. Hierbij gaan we ervan uit dat Grolsch in 1996 725 werknemers in dienst heeft in Nederland, dus efficiency-operatie voltooid, en 2.4 mln hectoliter bier produceert (zal iets minder zijn omdat Bass ook Grolsch brouwt; zie later). Dit komt dan neer op een produktiviteit van circa 3300 hl per werknemer. Tien jaar geleden was dit ongeveer 2000 hl per werknemer (zie ook onderstaande figuur).

... maar Bavaria is
nog zeker 70%
productiever

De Nederlandse brouwer Bavaria, een familie-onderneming, brouwde in 1994 4 mln hl bier en produceerde tevens 1.6 mln hl frisdrank. Dit alles werd gerealiseerd met 720 werknemers. Indien we even afzien van de frisdranken en ervan uitgaan dat de werknemers alleen bier brouwen, dan komt de produktiviteit op ruim 5500 hl bier per werknemer. Door de verwaarlozing van frisdrank is dit dus nog een onderschatting van de werkelijke produktiviteit (die zal zeker boven de 6000 hl liggen).

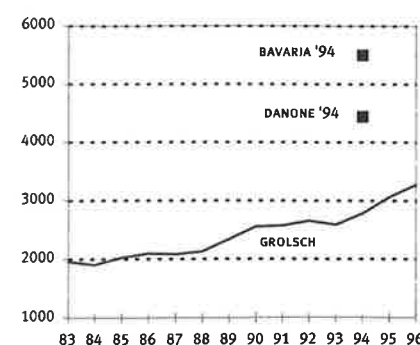
Het Franse Danone brouwt in Frankrijk in een viertal brouwerijen 10.6 mln hectoliter bier met 2317 werknemers. Danone brouwt dus gemiddeld in één brouwerij wat Grolsch in twee brouwerijen brouwt. De produktie per werknemer ligt bij Danone op 4445 hl, dus eenderde hoger dan Grolsch in 1996.

Ruimte voor
produktiviteits-
stijging bij Grolsch
zeer groot

In figuur 1 is duidelijk zichtbaar dat Grolsch een goede stijging van de produktiviteit heeft bereikt in 1983-1994 en bovendien dat de jaren 1994-96 een versnelling in deze ontwikkeling te zien zullen geven. Maar ook wordt duidelijk dat het potentieel voor verdere kostendaling nog indrukwekkend groot is. Pas als Grolsch ten opzichte van 1996 nog 40% minder werknemers in dienst zou hebben, zou de produktiviteit op het niveau van Bavaria komen.

Plannen voor na 1996 zijn door Grolsch nooit geopenbaard en wij kunnen ons ook niet voorstellen dat men een rigoureuze reorganisatie zou beginnen in 1997. Wel wordt duidelijk dat Grolsch nog vele jaren voort kan gaan met een beleid gericht op produktiviteitsstijging en dat de brouwer voorlopig nog niet tegen de grenzen van het haalbare stuit.

FIGUUR 1: BIERPRODUKTIE IN HL PER WERKNEMER



BRON: IRIS RESEARCH OP BASIS VAN JAARVERSLAGEN

Verenigd Koninkrijk

De biermarkt

Op de Britse biermarkt is de horeca goed voor ongeveer driekwart van het afzetvolume en voor bijna 90% van de omzet in ponden (tabel 5).

De markt is sterk in beweging en ziet er thans heel anders uit dan vijf of tien jaar geleden (tabel 6):

- de markt is in vijf jaar tijd 10% gekrompen in volume, wat een ernstige zaak is in een kapitaalintensieve industrie als bierbrouwen (vooral als er geen dominante marktleider is, zoals in het VK);
- het aandeel van horeca, dat traditioneel hoog is, daalde geleidelijk van 81% in 1989 tot 75% afgelopen jaar;
- autoriteiten hebben getracht de biermarkt concurrerender te maken door in 1989 de zogenoemde Beer Orders uit te vaardigen. De Britse biermarkt kent een hoge mate van verticale integratie, maar na 1989 werden veel brouwers gedwongen een deel van hun eigen pubs af te stoten. Er kwamen meer pubs die vrij waren in hun bierkeuze en er ontstonden zelfs ondernemingen die zich volledig hadden toegelegd op het uitbaten van pubs;
- bovenstaande ontwikkelingen hebben een scherpe prijsconcurrentie in de hand gewerkt. Inmiddels heeft deze situatie zich gestabiliseerd. De gemiddelde gerealiseerde bierprijs daalde ook door het toenemend belang van supermarkten voor de bierafzet. De supermarktprijs voor bier bedroeg in 1993 gemiddeld 44% van de horecaprijs;
- lichtpuntjes op de biermarkt zijn de groeiende afzet van premium lager en, in mindere mate, van premium ale (cask ale) en stoutbieren. Mainstreambier verliest terrein.

TABEL 5: BRITSE BIERMARKT 1993

	VOLUME		WAARDE		WAARDE
	MLN HL	%	GBP MLD	%	LTR GBP
HORECA	44.3	76%	11.9	88%	2.68
THUISVERBRUIK	13.7	24%	1.6	12%	1.19
TOTAAL	58.0		13.5		2.33

BRON: THE DRINK POCKET BOOK 1995

TABEL 6: ONTWIKKELING BRITSE BIERMARKT

		1989	1994
MARKT MLN HL		63.2	56.8
MARKT	FREE ON-TRADE	37%	44%
	TIED ON-TRADE	44%	31%
	OFF-TRADE	21%	25%
PREMIUM LAGER MLN HL		7.5	9.5
OFF-TRADE	PREMIUM LAGER	23.5%	31.5%
	STANDARD LAGER	31.5%	27.8%
	ALE & STOUT	45.1%	40.7%
ON-TRADE	PREMIUM LAGER	8.4%	10.2%
	STANDARD LAGER	37.0%	34.0%
	CASK ALE	19.2%	25.7%
	BRIGHT ALE	30.7%	23.7%
	STOUT	4.7%	6.4%

BRON: WHITBREAD, DRINK POCKET BOOK, IRIS RESEARCH

Britse biermarkt
sterk in beweging:

... is gekrompen...

... minder horeca...

... is concurrerender
geworden...

... met veel
prijsconcurrentie...

... al zijn er ook
lichtpuntjes

Exportvolume bijna
verdrievoudigd in
1983-90

Begin 1992 werd
Ruddles (ale-bieren)
overgenomen

Grolsch in Engeland

In de tachtiger jaren groeide het totale exportvolume van Grolsch jaarlijks sterk, namelijk van 146,000 hectoliter in 1983 naar een getaxeerde 434,000 hectoliter in 1990.

Het belangrijkste exportland was het VK, waar Grolsch sterk profiteerde van de groeiende vraag naar premium lager en een sterke positie opbouwde. Aan het eind van de tachtiger jaren was het VK zelfs goed voor ongeveer de helft van de export.

In februari 1992 nam Grolsch de Britse brouwer Ruddles over. Ruddles is vooral sterk in de Midlands, maar staat ook nationaal goed bekend om haar premium ale-bier. Ruddles bezit geen eigen pubs. Ruddles is zeer efficiënt: afgelopen jaar vervielen opnieuw 25 arbeidsplaatsen, zodat de bierproduktie per werknemer nu circa 4200 hl bedraagt. De winstgevendheid van Ruddles is goed. In 1991 zette Ruddles volgens Grolsch ruim NLG 100 mln om, toentertijd ruim GBP 30 mln. Ongeveer 60% van de afzet gaat naar Courage, de vroegere eigenaar, waarmee Ruddles een distributiecontract tot en met 1997 heeft. Courage wordt vrijwel zeker overgenomen door het Scottish & Newcastle.

In jaren negentig kwam einde aan groei van Grolsch

In de jaren negentig kwam voor Grolsch een einde aan de lange periode van groei in het VK. In de moeilijke jaren 1991-93 begon het afzetvolume zelfs te dalen. Hoe sterk deze daling was blijkt uit de volgende eenvoudige sommen (tabel 7), die over de periode 1990-93 een volumedaling van ruim 50% laten zien voor de totale Nederlandse bier-export (exclusief Heineken) naar het VK. Aangezien Grolsch een relatief grote exporteur is, zal zij zich niet aan deze trend hebben weten te onttrekken.

Ook Ruddles heeft het niet gemakkelijk gehad na de overname; vooral 1992 was een moeilijk jaar.

Lager volume, lagere prijzen, lager pond

Bij deze daling van het volume kwam nog een daling van de gemiddelde bierprijzen. Gegevens van de Britse Kamer van Koophandel laten zien dat Grolsch in 1991-93 in het VK een omzet-ontwikkeling kende van GBP 25 mln naar GBP 40 mln; in deze cijfers is de overname van Ruddles (omzet 1991 ca GBP 30 mln) inbegrepen. Deze cijfers duiden op een sterke daling, die in guldens nog sterker uitviel (pond daalde 15% in 1991-93).

Mede op basis van deze gegevens schatten wij dat de omzet van Grolsch lager in guldens in 1991-93 ongeveer halveerde. Er was duidelijke actie nodig om het tij te keren. Die actie kwam begin 1994 in de vorm van een joint venture met Bass.

De samenwerking met Bass

Bass zocht premium lager, Grolsch zocht distributie

In maart 1994 startte Grolsch een joint venture met Bass, toentertijd de grootste brouwer in het VK (marktaandeel circa 25%). Bass heeft van alle Britse brouwers de meeste en ook de grootste pubs. Bass ontbeerde een premium lager, terwijl dat in de Britse biermarkt juist een groeiend segment was. Bass zocht dus een premium lager en Grolsch zocht extra distributie, zodat samenwerking voor beide partijen zeer aantrekkelijk is.

Grolsch heeft 51% in joint venture, maar ontvangt ook een fee

De joint venture is een kleine onderneming, voornamelijk bestaande uit enkele directeurs van beide moeders. Grolsch heeft een belang van 51%, Bass 49%. Bass brouwt Grolsch in licentie (behalve beugelflessen) en betaalt Grolsch hiervoor direct (buiten de joint venture om) een vergoeding. De joint venture koopt het bier van Bass, en verkoopt dit weer door aan de distributie-organisatie van de brouwer. Bass heeft de exclusieve distributierechten voor Grolsch in het VK en Ierland.

De belangrijkste taak van de joint venture is de positionering van Grolsch; op dit punt is het belangrijk dat Grolsch 51% bezit. Op korte termijn wil de joint venture GBP 5 mln in marketing steken. De deal met Bass omvat tevens afspraken omtrent de minimum- en maximumprijs, zodat Grolsch bijvoorbeeld niet als prijsbreker of stuntbier kan worden ingezet.

Samenwerking heeft veel voordelen

De deal met Bass biedt Grolsch grote voordelen. Enerzijds kan de afzet enorm omhoog in het omvangrijke distributienetwerk van Bass, zijn de produktiekosten lager dan voorheen en vallen transportkosten van Nederland naar Engeland weg. Bovendien wordt de invloed van het Britse pond geringer. Ook konden 35 arbeidsplaatsen bij Grolsch in Engeland vervallen doordat Bass taken overnam.

Anderzijds moet men de opbrengst delen met Bass (behoudens de direct ontvangen vergoeding). De bestaande winst van Grolsch lager in het VK wordt nu gedeeld met Bass, zodat de halve oude winst in feite de prijs van de deal is.

TABEL 7: VOLUME NEDERLANDSE BIEREXPORT NAAR VK

	1990	1991	1992	1993
PRODUKTSCHAP VOOR BIER	820	785	687	599
DRINK POCKET BOOK	876	817	718	507
HEINEKEN EXPORT	0	101	172	227

OVERIGE EXPORTEURS VOLGENS:

PRODUKTSCHAP VOOR BIER	820	684	515	371
DRINK POCKET BOOK	876	716	546	280

BRON: DRINK POCKET BOOK, WHITBREAD, PRODUKTSCHAP BIER, IRIS RESEARCH

Ruddles buiten de deal, maar profiteert wel

Distributie uitgebreid, verpakkingen verbeterd

Dalende trend in 1994 al omgebogen

Twee scenario's: ...

... een voorzichtige variant...

... en een meer optimistische

Ruddles is buiten de deal gebleven, aangezien Bass hieraan geen behoefte. Maar Ruddles profiteert wel van de samenwerking met Bass, zowel door toename van distributiemogelijkheden als door extra kennis van de biermarkt in heel het VK.

De voorlopige resultaten

Na de samenwerking met Bass zijn aanpassingen doorgevoerd aan de verschillende verpakkingen van Grolsch lager (meer flessentypen) en ook aan die van Ruddles (widget voor tapbier uit blik sinds mei 1995).

De distributie in de horeca is uitgebreid, zowel voor Grolsch lager als voor Ruddles. Grolsch lager is inmiddels in 1500 vooral eigen pubs van Bass verkrijgbaar (dicht bij de doelstelling). Grolsch was al verkrijgbaar in ruim 1000 pubs van de regionale brouwers Wolverhampton & Dudley en Fuller, Smith & Turner. Deze samenwerking blijft intact; Grolsch heeft niets gemerkt van eventuele problemen bij deze partners (Fuller werkte ook al samen met Bass).

Vanaf begin 1995 heeft Grolsch een listing bij alle grote Britse supermarkten, wat in de zomer van 1994 nog niet het geval was. Dus ook hier is vooruitgang geboekt.

Volgens berichten in de Britse pers is de distributie van Grolsch lager in 1994 met 40% gegroeid en nam de omzet met 18% toe. Dus al in het eerste, niet volledige jaar van de samenwerking is de dalende trend omgebogen. De laatste halfjaarcijfers van Bass gaven aan dat het afzetvolume Grolsch over de zes maanden tot eind april met 34% is toegenomen.

Wat zal de toekomst brengen in het VK?

Hieronder zullen wij een poging doen om de invloed van de joint venture met Bass op de winst van Grolsch in te schatten. Tabel 8 geeft informatie over het aantal en de grootte van Bass' pubs. Wij gaan ervan uit dat uiteindelijk 2500 pubs van Bass Grolsch zullen schenken, waarvan 1500 geleid worden door Bass zelf en 1000 verhuurd zijn.

We onderscheiden twee scenario's; zie tabel 9. In een voorzichtig scenario gaan wij ervan uit dat:

- Grolsch in de pubs waar het geschonken wordt, een marktaandeel van 10% zal verwerven. Dit lijkt alleszins redelijk, aangezien premium lager ook landelijk in de on-trade een marktaandeel van 10% heeft;
- één op de vier vrije pubs van Bass Grolsch in het assortiment opneemt;
- de afzet in het supermarktkanaal met 10% toeneemt. Ook dit lijkt redelijk, omdat Grolsch meer listings heeft en de reclame-inspanningen geïntensiveerd worden.

Een optimistisch, maar ons inziens absoluut reëel scenario omvat de volgende veronderstellingen:

- het aandeel van Grolsch in de pubs wordt geen 10%, maar 15%. Premium lager heeft immers landelijk gemiddeld een aandeel van 10%, maar dit omvat bijvoorbeeld ook simpele kroegen in wijken waar geen premium wordt gedronken of bingoclubs. Bass

TABEL 8: AANTAL EN OMVANG VAN BASS' PUBS

	AANTAL	GESCHIKT V.GROLSCH	GEMIDDELDE AFZET IN HL
MANAGED DOOR BASS	2700	1500	960
HUURDERS/ LEASED OUT	1500	1000	650

BRON: IRIS TAXATIES, BASS JAARVERSLAGEN

TABEL 9: VERONDERSTELLINGEN BASS JOINT VENTURE

	SCENARIO'S VOOR- ZICHTIG	OPTIMIS- TISCHER
AANDEEL GROLSCH PER PUB	10%	15%
AANTAL VRIJE PUBS BASS MET GROLSCH	1:4	1:2
TOENAME AFZET IN SUPERMARKTEN	+10%	+25%

BRON: IRIS RESEARCH

selecteert geschikte pubs, waar een 15% aandeel van premium lager ons inziens een redelijke veronderstelling is;

- de helft van de vrije pubs van Bass kiest voor Grolsch. Het is ten slotte een premium lager dat nog ontbrak in het assortiment. Het kan nu tegen een aantrekkelijke prijs (dus marge) worden aangeboden (want lagere brouwkosten voor Grolsch bij Bass en geen transportkosten vanuit Nederland);
- het is beslist niet ondenkbaar dat de afzet in supermarkten met 25% toeneemt. Premium lager is goed voor eenderde van de bierafzet in supermarkten. Grolsch behoort tot de top drie premium lagers, maar had in 1994 niet bij alle grote supermarktketens een listing. Nu is dat wel het geval. Bovendien wordt een intensieve reclamecampagne gevoerd en zijn nieuwe verpakkingen geïntroduceerd. Ook kunnen blikjes Grolsch tegen lagere kosten worden aangeboden. Tot slot gaat Bass ook Grolsch leveren in een gewone fles met dezelfde structuur/reliëf als de beugelfles; ook deze kan tegen een aantrekkelijke prijs worden aangeboden door de lagere kosten. De traditionele beugelfles zal overigens (in groen glas) uit Groenlo blijven komen.

Zo komen wij tot de volgende taxaties voor de invloed van de joint venture op Grolsch.

TABEL 10: TAXATIES EFFECT JOINT VENTURE MET BASS

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
AFZET GROLSCH LAGER X 1000 HL:						
VOORZICHTIG SCENARIO	180	212	281	349	366	383
OPTIMISTISCH, MAAR REËEL	180	212	322	431	458	485
VOORZICHTIG SCENARIO:						
EXTRA OMZET JOINT VENTURE GBP	15.2*	16.9*	24.3	31.7	33.6	35.4
IDEM GULDENS VOOR GROLSCH	42.5*	29.6*	30.4	39.7	42.0	44.3
BEDRIJFSRESULTAAT		0.0	0.0	5.9	6.3	6.6
OPTIMISTISCH SCENARIO:						
EXTRA OMZET JOINT VENTURE GBP	15.2*	16.9*	28.7	40.5	43.4	46.4
IDEM GULDENS VOOR GROLSCH	42.5*	29.6*	35.9	50.6	54.3	58.0
BEDRIJFSRESULTAAT		0.0	0.0	7.6	8.1	8.7

* 1993 NOG VOLLEDIG GROLSCH, 1994 VANAF 23 MAART JOINT VENTURE

BRON: IRIS RESEARCH TAXATIES

De tabel illustreert dat de winst van de joint venture over drie jaar zo'n NLG 7 à 9 mln zou kunnen bedragen voor Grolsch; dit is ongeveer 10% van het bedrijfsresultaat in 1994. In 1995 rekenen wij op een nulresultaat door intensivering van de reclame-inspanningen. Ook al zal op onze veronderstellingen hier en daar wel wat af te dingen zijn, het wordt in ieder geval duidelijk dat de joint venture de winst van Grolsch waarschijnlijk niet met vele tientallen procenten zal verhogen.

Ruddles

De afzet van Ruddles gaat thans voor zo'n 60% naar Courage en naar schatting voor 30% naar supermarkten. De overige 10% wordt elders in de horeca afgezet.

Wat betreft de toekomstige afzet van Ruddles is het belangrijkste punt het aflopen van het distributiecontract met Courage, dat in 1997 af gaat lopen. De vraag is of Grolsch in staat zal zijn vervangende distributie te vinden voor Courage.

Inmiddels is bekend dat Courage vrijwel zeker overgenomen wordt door Scottish & Newcastle en deze brouwer beschikt zelf ook over enkele goede ale-bieren. Het lijkt

Distributiecontract met Courage loopt over enkele jaren af

daarom wel vast te staan dat een nieuw contract met Courage een kleinere omvang zal hebben.

*Meerdere opties om
verwachte daling
volume op te
vangen*

Wat dan? De komende jaren zal Ruddles profiteren van de samenwerking met Bass en ook de nieuwe verpakking (widget) zal een positief effect hebben. Maar er zal meer nodig zijn om een ongunstiger contract met Courage op te vangen. Opties zijn er wel. Zo zou Ruddles net als Grolsch lager op zoek kunnen gaan naar een samenwerking met een brouwer die over afzetkanalen beschikt. Voor sommige grote brouwers zou Ruddles een prima aanwinst zijn in het assortiment. Een andere optie zou zijn om zelf distributie te kopen in een of andere vorm (pubs, restaurants?). Grolsch heeft in ieder geval nog enkele jaren om deze uitdaging aan te pakken.

Overige landen

Hoewel na het Verenigd Koninkrijk de Verenigde Staten de belangrijkste exportmarkt is voor Grolsch, willen we deze sectie beginnen met twee andere landen: Polen en Duitsland. In beide landen heeft Grolsch in 1994 een distributie-overeenkomst gesloten, wat het begin van een nieuwe strategie markeert.

Polen

Grolsch heeft indirect 12,5% belang in twee Poolse brouwerijen... en een distributie-overeenkomst

In mei van dit jaar maakte Grolsch bekend een belang van 25% verworven te hebben in Brewpole. De andere aandeelhouders in Brewpole zijn Australische investeerders. Grolsch heeft een voorkeursrecht ingeval de Australiërs hun belang willen verkleinen. Brewpole bezit een 51% belang in twee Poolse brouwerijen, namelijk Elbrewery en Hevelius. De Poolse staat heeft de overige 49% in deze brouwerijen. Tevens heeft Grolsch een distributie-overeenkomst voor heel Polen gesloten met Elbrewery. Bovendien is Elbrewery in licentie Grolsch bier gaan brouwen sinds juli 1995. Volgens de Poolse brouwer zullen de kosten hierdoor met 45% afnemen (lagere heffingen dan op importbier). Overigens zal de export van beugelflessen vanuit Nederland gewoon worden voortgezet.

Hoge groei biermarkt Polen

De afgelopen jaren heeft Grolsch als exporteur de Poolse biermarkt verkend. De Poolse markt kent een hoge groei van de bierconsumptie (5%, maar schommelend), welke wordt veroorzaakt door een jonge bevolking die graag Westerse produkten koopt en die bovendien door de overheid wordt aangezet de traditionele wodka te verruilen voor bier. De 40 mln Polen drinken circa 36 liter bier per hoofd per jaar (Nederland bijna 90 liter), zodat de markt met 14 mln hl net iets groter is dan de Nederlandse. Een marktomvang van 18 mln hl in het jaar 2000 wordt alleszins redelijk geacht.

Poolse brouwerijen zijn goed winstgevend

Elbrewery en Hevelius produceerden in 1994 gezamenlijk circa 2,5 mln hl bier in een drietal brouwerijen met 1380 werknemers, goed voor de leidende marktpositie met een aandeel van 18%. Na accijns en BTW werd een omzet van NLG 132 mln gerealiseerd (ongeveer NLG 0,50 per liter). Elbrewery publiceerde volgens een Poolse krant in 1994 een nettomarge van 18% op omzet minus accijns; precies dezelfde nettomarge als Grolsch in 1994! De meeste Poolse brouwerijen scoren een hoge winstgevendheid, al is bijvoorbeeld 10% nettomarge een gebruikelijker niveau in dat land.

Wat zijn de mogelijkheden in Polen?

De grote vraag is wat de toekomstmogelijkheden zijn voor Grolsch op deze sterk groeiende en winstgevende markt. Hieronder doen wij een poging om in te schatten hoe groot een bijdrage uit Polen zou kunnen zijn; zie tabel 12. Wij gaan uit van een markttoename tot 18 mln hl in het jaar 2000, een jaarlijkse groei van circa 4%. Elbrewery en Hevelius groeiden de afgelopen jaren sterk en willen de brouwcapaciteit weer uitbreiden tot 5 mln hl in 1997. Wij zijn ervan uitgegaan in onderstaand scenario dat deze capaciteit twee jaar later volledig bezet is. Het marktaandeel zou dan 29% bedragen in 1999.

TABEL 11: POOLSE BIERMARKT 1994

MARKTOMVANG	14 MLN HL	
CONSUMPTIE P.H.	36 LITER	
GROEI	CA. 5%	
AANDEEL IMPORT	CA. 3%	
MARKTAANDELEN:		
ELBREWERY	14.5%	AANDEELHOUDER:
LECH BROWARY W.	9.0%	BREWPOLE 51%
TYCHY	8.5%	GROLSCH 25% IN BREWPOLE
AANSTAANDE		EURO AGRO CENTRUM 75%
ZYWIEC	8.5%	PRIVATISERING
OKOCIM	7.5%	HEINEKEN 24.9%
		BRAU UND BRUNNEN 25%,
		CREDITANSTALT 5%
PIAST	6.0%	PRIVATISERING
AANSTAANDE		

BRON: GROLSCH, JAARVERSLAGEN, POOLSE PERS

Nettowinstbijdrage van NLG 10 mln in het jaar 2000 niet onmogelijk

Bij een stabiele omzet per liter voor Pools bier en NLG 2 per liter voor Grolsch (exclusief accijns) zou de omzet van Elbrewery en Hevelius tegen het eind van dit decennium rond de NLG 300 mln kunnen liggen. Bij een stabiele nettomarge volgt dan een nettowinst van NLG 51 mln in het jaar 2000. Voor Grolsch zou, gezien haar beperkte belang, dan een nettowinstbijdrage van NLG 10 het resultaat zijn.

TABEL 12: EEN SCENARIO VOOR POLEN

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
MARKT POLEN MLN HL	14.0	14.6	15.2	15.9	16.6	17.3	18.0
ELBREWERY + HEVELIUS MLN HL	2.5	2.6	3.0	3.5	4.5	5.0	5.5
MARKTAANDEEL (%)	18	18	20	22	27	29	31
OMZET ELBREWERY + HEVELIUS	130	136	162	198	259	295	326
NETTOMARGE (%)	18	18	18	18	18	18	18
NETTOWINST ELBR. + HEV.	23.4	24.5	28.1	32.8	42.1	46.8	51.5
AANDEEL GROLSCH BIJ 12.5%			4.1	5.7	7.8	9.4	10.4
AANDEEL GROLSCH BIJ 40%			11.8	14.7	19.3	22.2	24.6

BRON: TAXATIE IRIS RESEARCH

Het kan natuurlijk heel anders lopen. De nettomarge zou lager kunnen uitvallen door stagnerende groei en overcapaciteit op de Poolse biermarkt. Maar de bierconsumptie van de Polen is met 36 liter per hoofd relatief laag in verhouding tot de omringende landen.

Een nog positiever scenario is ook niet uit te sluiten

Een positiever scenario zou het volgende zijn. De geplande investeringen van Elbrewery en Hevelius zijn erop gericht de capaciteit te verdubbelen tot 5 mln hl in 1997. Met deze plannen is een bedrag van rond de NLG 160 mln gemoeid volgens Poolse bronnen. Het gebeurt vaak dat bij dergelijke investeringsplannen de overheid niet wil meebetalen en dit overlaat aan de andere aandeelhouders. Deze vergroten dan zo hun belang. Op deze wijze kon Euro Agro Centrum bijvoorbeeld in juni van dit jaar haar belang in Lech Browary Wielkopolski uitbreiden van 54% naar 75% (overheid wilde niet meedoen bij aandelenemissie van NLG 33 mln).

Stel dat iets soortgelijks ook bij Elbrewery en Hevelius zou gebeuren. Uit de emissie van Lech Browary blijkt dat deze brouwerij NLG 110 mln waard is, terwijl zij de helft produceert van Elbrewery en Hevelius bij een iets lagere winstgevendheid. Een heel ruwe indicatie voor de waarde van Elbrewery en Hevelius zou dan NLG 240 mln zijn. Grolsch' belang zou in dit geval NLG 30 mln waard zijn. Indien de staat niet mee zou willen betalen aan de investeringen, zou Brewpole deze volledig voor haar rekening kunnen nemen en zo haar belang kunnen uitbreiden tot 70%. Zo zouden er mogelijkheden kunnen liggen voor Grolsch haar belang in Elbrewery en Hevelius uit te breiden tot wellicht zelfs 40% (als Grolsch de investeringen volledig zou betalen). De winstbijdrage zou dan in het jaar 2000 zelfs kunnen uitkomen op NLG 25 mln.

Het voorgaande is geenszins als voorspelling bedoeld, maar eerder als verkenning van wat er zou kunnen gebeuren in Polen. In onze winsttaxaties hebben wij een winstbijdrage van enkele miljoenen guldens verwerkt voor 1997.

TABEL 13: BIERCONSUMPTIE P.H. OOST-EUROPA (LTR; 1994)

POLEN	36
ROEMENIË	50
BULGARIJE	65
HONGARIJE	77
DUITSLAND	135
TSJECHIË	160

BRON: BRAUWELT INTERNATIONAL

Duitsland

*Grolsch in 1500
café's in Duitsland*

Tegelijkertijd met de verkoop van de Wicküler-brouwerij aan Brau und Brunnen, sloot Grolsch een distributie-overeenkomst met deze marktleider in Duitsland. Het aantal Duitse café's waar Grolsch wordt geschonken, in de Wickülertijd 500, is hierdoor op 1500 gekomen. Deze café's zijn geconcentreerd in Berlijn (250), Hamburg, Keulen en Frankfurt.

Grolsch realiseert in Duitsland op het moment een negatief resultaat vanwege een nog beperkt afzetvolume aan de ene kant en reclame-inspanningen aan de andere kant. Reclame concentreert zich op billboards en radio; reclame in het café wordt verzorgd door Brau und Brunnen.

*Geen winstbijdrage
verwerkt in taxatie*

Wij verwachten dat afzet op de Duitse markt voorlopig een moeizame zaak zal blijven en hebben voorzichtigheidshalve geen winstbijdrage in de taxaties opgenomen.

Overige

*VS en duty free hier
het belangrijkste*

Grolsch kent nog tientallen andere afzetmarkten, waarvan de Verenigde Staten en de duty free markt de belangrijkste zijn. In de Verenigde Staten verkoopt Grolsch vanuit een eigen verkooporganisatie met 45 werknemers (in Atlanta) tegen de 100.000 hectoliter bier. De afzet stagneert al een aantal jaren, mede door de hoge prijs (beugelfles kost USD 3). Het is duidelijk dat Grolsch te klein is om met veel marketinggeweld afzetgroei na te streven. Na de samenwerking met Bass en Brau und Brunnen is een soortgelijke deal in de VS in onze ogen meer dan ooit een optie.

Het belang van de duty free markt is in de loop der jaren afgenomen door verminderde militaire aanwezigheid in Duitsland. Daar staat tegenover dat Grolsch tegenwoordig algemeen verkrijgbaar is op Britse vliegvelden en aan boord bij British Airways.

Een afzetgebied in opkomst is Azië, waar Grolsch volgens diverse berichten goed groeit in Hong Kong. Kleinere afzetmarkten in Europa zijn Spanje (samenwerking met Guinness), Italië en Zwitserland (samenwerking met Eichhof).

Financieel gedeelte

Resultatenrekening

Wij verwachten dat de nettowinst van Grolsch de komende jaren flink zal stijgen. De voordelen van de efficiency-operatie in Nederland en de reductie van arbeidsplaatsen in Engeland afgelopen jaar zullen in 1995 en 1996 de kosten gunstig beïnvloeden. Vanaf 1996 zal er bovendien een winstbijdrage zijn van de joint venture met Bass, zo veronderstellen wij. Ook de deal in Polen zal volgend jaar een bijdrage aan de winst gaan geven. Wij zien nauwelijks enige risico's.

Door de nog uitstaande convertible zal het aantal aandelen de komende jaren verder gaan toenemen. In de eerste helft van dit jaar was alweer NLG 5 mln geconverteerd, waardoor er 126.000 aandelen bij zijn gekomen. Maar desondanks moet de groei van de winst per aandeel ruim boven de 10% kunnen uitkomen, zo verwachten wij.

TABEL 14: RESULTATENREKENING (NLG MLN)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
NETTO-OMZET	414.4	472.4	791.5	866.7	793.5	554.1	565.3	594.9	614.7
ACCIJNS	100.1	112.9	148.2	178.3	150.6	106.5	109.0	115.0	117.5
OMZET - ACCIJNS	319.7	363.8	648.9	697.8	642.6	452.3	461.3	484.9	502.2
GRONDSTOFFEN ETC.	79.3	90.1	174.1	177.7	146.9	100.1	99.2	104.3	108.0
LOONKOSTEN	61.7	66.8	144.3	156.9	147.8	86.6	79.3	79.0	79.0
AFSCHRIJVING	29.9	34.8	61.5	60.3	60.9	42.0	40.0	40.0	40.0
VERKOOPKOSTEN			121.7	147.2	133.6	82.3	94.0	102.0	105.0
OVERIGE KOSTEN	105.7	123.2	91.6	91.4	87.8	61.1	60.0	59.0	58.0
BEDRIJFSRESULTAAT	43.1	48.9	55.7	64.3	65.6	80.2	88.9	100.7	112.2
FINANCIEEL BATEN/LASTEN	6.6	9.4	5.2	-3.7	-5.1	0.6	3.5	6.0	12.0
WINST VOOR BELASTING	49.8	58.2	60.9	60.6	60.5	80.8	92.4	106.7	124.2
BELASTING	-15.1	-20.3	-19.2	-17.6	-17.4	-29.0	-33.1	-38.2	-44.5
DEELNEMINGEN	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
NETTOWINST	34.6	37.9	41.9	43.4	43.5	52.4	59.7	68.9	80.2
RATIO'S IN OMZET - ACCIJNS:									
BRUTOMARGE	13.5%	13.4%	8.6%	9.2%	10.2%	17.7%	19.3%	20.8%	22.3%
PRETAXMARGE	15.6%	16.0%	9.4%	8.7%	9.4%	17.9%	20.0%	22.0%	24.7%
NETTOMARGE	10.8%	10.4%	6.5%	6.2%	6.8%	11.6%	13.0%	14.2%	16.0%
PER AANDEEL:									
AANTAL AANDELEN	15.085	15.098	15.153	15.217	15.287	15.948	16.200	16.453	16.705
NETTOWINST	2.29	2.51	2.77	2.85	2.85	3.28	3.69	4.19	4.80
DIVIDEND	0.80	0.94	1.04	1.08	1.08	1.32	1.48	1.68	1.92
WINST FULLY DILUTED	0.00	2.51	2.37	2.64	2.63	3.10	3.48	3.97	4.58

BRON: TAXATIES IRIS RESEARCH

Balans

De balans van Grolsch is opgesteld op basis van historische kosten. Na de verkoop van Wicküler is de balans uitzonderlijk goed. Het garantievermogen bedraagt 68% van het balanstotaal; voor het geconsolideerd vermogen ligt dit op 43%. Lange schulden ontbreken volledig.

De convertible hangt nog samen met de overname van Wicküler in 1991. Midden 1995 stond nog NLG 75 mln uit van deze oorspronkelijk NLG 100 mln convertible. De

*Balans is
uitzonderlijk goed*

conversiekoers is NLG 39.6, dus ver onder de huidige beurskoers. Doorlopend wordt nu geconverteerd, zodat de geweldige berg liquide middelen nog verder groeit en de winst per aandeel gedrukt wordt. Grolsch onderzoekt mogelijkheden hier iets aan te doen, maar belastingwetten maken dit niet gemakkelijk.

TABEL 15: BALANS 1994 (NLG MLN)

GEBOUWEN EN TERREINEN	57.5	GECONSOLIDEERD VERMOGEN	223.3
MACHINES EN INSTALLATIES	72.3	WIR-FONDS	4.6
ANDERE VASTE MIDDELEN	50.6	CONVERTIBLE	80.0
OVERIG ONROEREND GOED	30.6	OVERIGE ACHTERGESTELDE LENINGEN	50.0
TOTAAL MATERIELE VASTE ACTIVA	211.1	GARANTIEVERMOGEN	358.0
ANDERE DEELNEMINGEN	3.4	LATENTE BELASTINGVERPLICHTINGEN	12.6
VORDERINGEN OP DEELNEMINGEN	0.6	VERVROEGDE UITTREDDING PERSONEEL	9.3
HORECA FINANCIERINGEN	17.3	OVERIGE VOORZIENINGEN	6.4
FINANCIËLE VASTE ACTIVA	21.2	VOORZIENINGEN	28.3
HANDELSDEBITEUREN	47.2	LANGE SCHULDEN BANK	0.0
OVERIGE VORDERINGEN	7.9	KORTE SCHULDEN BANK	0.0
OVERLOPENDE ACTIVA	6.3	KORTE SCHULDEN AAN LEVERANCIERS	19.1
TOTAAL VORDERINGEN	61.4	SCHULDEN BELASTING EN PREMIES	16.3
VOORRADEN	25.0	OV. SCHULD EN OVERLOPENDE PASSIVA	80.9
LIQUIDE MIDDELEN	205.0	DIVIDEND	21.1
TOTAAL VLOTTENDE ACTIVA	291.3	TOTAAL KORTE SCHULDEN	137.4
TOTAAL ACTIVA	523.7	TOTAAL PASSIVA	523.7

BRON: JAARVERSLAG GROLSCH

Cash flow

Het cash flow overzicht laat zien dat Grolsch in normale jaren een behoorlijk cash overschot heeft. Alleen in de acquisitiejaren 1991 en 1992 was er flink kastekort, wat gedeeltelijk werd opgevangen door uitgifte van een convertible en een achtergestelde lening.

Vanaf 1995 voorzien wij jaarlijks een kasoverschot, waardoor de berg liquide middelen van Grolsch verder zal aangroeien. Ingeval de mogelijkheid zich zou voordoen het belang in Polen uit te breiden, kan deze positieve kasstroom echter goed van pas komen.

TABEL 16: CASH FLOW GROLSCH (NLG MLN)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
NETTOWINST	34.6	37.9	41.9	43.4	43.5	52.4	59.7	68.9	80.2
AFSCHRIJVING	29.9	34.8	61.5	60.3	60.9	42.0	40.0	40.0	40.0
AFSCHR. HORECA-FINANCIERING				10.3	11.9	4.1	5.0	0.0	0.0
OPERATIONELE CASH FLOW	64.5	72.6	103.4	114.0	116.4	98.4	104.7	108.9	120.2
MUTATIE WERKKAPITAAL	-3.9	3.6	34.1	-19.2	-3.1	21.7	0.0	0.0	0.0
DIVIDEND	-10.5	-12.1	-14.2	-15.8	-16.4	-16.5	-23.9	-27.6	-32.1
INVESTERINGEN VASTE ACTIVA	-26.8	-30.7	-247.8	-137.8	-79.9	-31.4	-40.0	-40.0	-40.0
GOODWILL			-85.3	-111.5					
INVEST. HORECA-FINANCIERING		-2.0	-71.2	-18.6	-19.9	-1.9	-5.0	-5.0	-5.0
VRIJE CASH FLOW	23.3	31.4	-281.1	-188.9	-2.9	70.3	35.8	36.3	43.1
OBLIGATIELENIING			100.0						
ACHTERGESTELDE LENING				50.0					

BRON: JAARVERSLAGEN GROLSCH, IRIS RESEARCH TAXATIES

