

Publicatiedatum: 9 juli 2014

Sectorcommentaar

Tabak

Door Cor Blankestijn, analist consumentengoederen van het ING Investment Office.

Vanwege het ruimhartige dividendbeleid en de inkoop van eigen aandelen, staat de tabakssector al jaren bekend als zeer defensief. Maar omdat de producten erg verslavend zijn, en vanwege de gezondheidsrisico's die het gebruik van tabak met zich meebrengt, is dit ook een van de meest controversiële sectoren. Volgens de World Health Organisation (WHO) overlijden jaarlijks 5 miljoen mensen aan de gevolgen van het gebruik van tabak. Ongeveer 600.000 mensen sterven als gevolg van meerroken. Dit betekent dat er elke 6 seconden iemand overlijdt aan de gevolgen van tabaksconsumptie. Dit is 10% van alle sterfgevallen onder volwassenen. Geen ander consumentenproduct is zo gevaarlijk voor de gezondheid. Toch zijn er wereldwijd op dit moment 1,3 miljard rokers. De verwachting is dat dit zelfs zal stijgen naar 1,4 miljard in 2020.

Omvang van de tabaksmarkt.

Volgens een rapport van Euromonitor International - wereldleider in strategisch onderzoek naar consumentenmarkten - had de wereldwijde tabaksmarkt in 2012 een waarde van ongeveer 758 miljard dollar. Daarvan namen sigaretten bijna 700 miljard dollar voor hun rekening. 24 miljard dollar was losse tabak, 21,5 miljard dollar was sigaren, rookloze tabak en snus hadden een omzet van 15,5 miljard dollar. Ondanks dat het volume in de ontwikkelde landen al jarenlang daalt, lukt het de sector toch om de omzet te vergroten. Dit is te danken aan de sterke prijszettingkracht van de merkfabrikanten en de snel stijgende volumes in de opkomende markten. Sinds 2006 nam de wereldwijde omzet in de tabaksector met ongeveer 7% per jaar toe. Rookloze tabak of snus groeide met 6,9% terwijl het gebruik van sigaretten - goed voor 92% van de totale omzet - met 7% steeg.

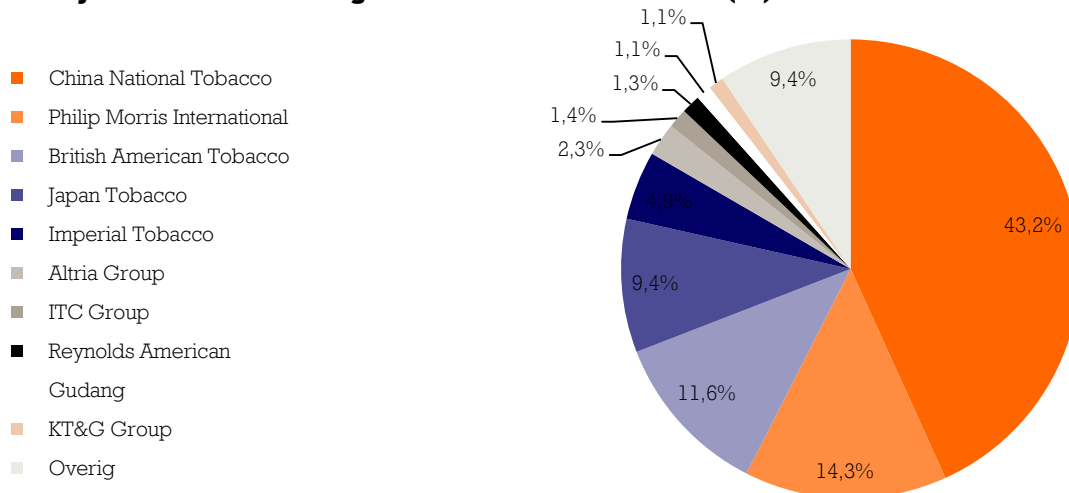
Geografische verdeling rokers

Vanwege hun demografie en het hoge percentage rokers zijn vooral Rusland en de landen in Azië aantrekkelijke markten voor producenten van tabaksproducten. Het aantal rokers in Indonesië, de Filipijnen, Japan en Zuid-Korea ligt ruim hoger dan het wereldwijde gemiddelde. Dit gemiddelde ligt op 22%, terwijl eerdergenoemde landen een percentage hebben van boven de 25%. Van de bevolking boven de 16 jaar in Indonesië rookt 38% en in Rusland 48%. De hoge percentages in deze landen worden vooral veroorzaakt door de sterke groei van het inkomen, en de daaraan gekoppelde groei van middenklasse. Van de meer dan 1,2 miljard rokers wereldwijd, woont bijna 80% in landen met lage of gemiddelde inkomens. Maar ook het percentage rokers in westerse landen blijft hoog. In Nederland rookt nog steeds meer dan 25% van de inwoners boven de 16 jaar, in Zwitserland 27% en in Duitsland 23%. Zweden is het enige westerse land in de top 10 van minst tabaksgebruiken landen.

Marktleiders in volume

Volgens data van Euromonitor hebben 5 fabrikanten gezamenlijk 80% van de productie van sigaretten in handen. Wereldwijd is de grootste producent van tabak China National Tobacco (CNTC). Dit bedrijf is niet beurs genoteerd en in handen is van de Chinese overheid. Het bedrijf verkoopt momenteel 41,30% van het wereldwijde aanbod van tabaksproducten. Dit was 10 jaar geleden nog maar 32,3%. Dit geeft aan dat het aantal rokers in China nog steeds toeneemt. Na China National Tobacco komt 15% van de tabaksverkoop voor rekeningen van Philip Morris International. British American Tobacco (BAT) verkoopt 11,2% en wordt gevolgd door Japan Tobacco met 8,3% van de wereldwijde verkoop. De top 5 tabaksbedrijven verkoopt dus ongeveer 80% van alle sigaretten ter wereld. Op de ING masterlist is Altria opgenomen. Dit bedrijf is alleen in de VS actief en heeft 2,3% van het wereldwijde handelsvolume in handen. Het valt daarmee net buiten de top 5.

Wereldwijd marktaandeel sigarettenfabrikanten 2013 (%)



Meest verkochte merk: Marlboro

Het meest verkocht merk sigaretten is het wereldberoemde Marlboro. Van alle verkochte sigaretten is 6,9% een Marlboro. Het wordt in de VS verkocht door Altria en wereldwijd door Philip Morris International. De tweede plaats wordt ingenomen door het merk Hongtashan van China National Tobacco. 7 van de 10 best verkochte merken komen van dit bedrijf.

Veranderende inzichten

De gevolgen van het gebruik van tabaksproducten worden steeds beter bekend. Dit leidt tot andere inzichten en een volledig andere benadering van het gebruik ervan. In veel landen voeren overheden al jaren een tabaksontmoedigingsbeleid. Dit gaat niet alleen via zelfregulering en accijnzen, maar in toenemende mate ook via beperkende wetgeving zoals het verbieden van reclame-uitingen, witte merkloze pakjes (plain- packaging) en het rookverbod in publieke plaatsen. Ook binden sinds 1954 veel gebruikers via civielrechtelijke procedures de strijd aan met de tabaksindustrie. Dit heeft de tabaksindustrie al enkele honderden miljard en dollars aan claims gekost en er zijn nog steeds rechtszaken bezig. Er worden ook weer nieuwe initiatieven opgestart nu tabaksgebruik ook steeds vaker aan andere ziektes dan kanker gekoppeld wordt.

Verwachtingen voor de rest van 2014

2013 was geen goed jaar voor de wereldwijde tabakssector. Voor het eerst in jaren bleven de koersen van de tabaks aandelen achter bij de wereldwijde gemengde aandelenindices. Voor beleggers woog het genereuze dividendbeleid en de inkoop van eigen aandelen in 2013 niet op tegen de dalende verkoopvolumes. Voor 2014 is de sector opnieuw bezig om hogere en consistente winstcijfers te realiseren. Ook het dividendrendement zal weer hoger uitvallen dan vorig jaar doordat de groei van het dividendrendement de groei van de winst per aandeel kan bijhouden. Door het achterblijven van de koersen in 2013 en de eerste weken van 2014 is nu een goed instapniveau bereikt. De genormaliseerde waarderingen liggen namelijk veel lager dan andere sectoren binnen de sector consumentengoederen zoals voedingsmiddelen of dranken. De analistenverwachting voor de winsten van de totale tabak sector komt voor 2014 op 10% uit. De verwachting is dat de omzet met 4% stijgt en de prijzen met 6% verhoogd kunnen worden. Het grootste deel van de omzetstijging zal worden behaald door kleinere sigarettenfabrikanten worden gerealiseerd in de opkomende markten zoals Indonesië en Brazilië. Wereldwijd opererende tabaksfabrikanten zoals Philip Morris International, British American Tobacco en Japan Tobacco rekenen op een stijging van de winst per aandeel van 9%. Omzetgroei zal hier voor 3% aan bijdragen en prijsverhogingen van de grote merken 6%. Waarschijnlijk dalen de verkopen in de ontwikkelde landen verder in 2014.

Trends voor de toekomst

Voor de toekomst spelen momenteel verschillende onderwerpen. Naast de gebruikelijke thema's zoals het ruimhartige dividendbeleid door het gebrek aan investeringsmogelijkheden en stijgende consumentenvertrouwen cijfers zien we ook een aantal nieuwe ontwikkelingen. Met name de snellere groei van het gebruik van de e-sigaret is een belangrijke trend voor de toekomst. Een belangrijke mijlpaal is de uitkomst van het onderzoek dat wordt uitgevoerd door de Amerikaanse food and drug administration (FDA) naar deze sigaretvervangers. Op basis van dit onderzoek bepalen verschillende overheden hun toekomstige beleid ten aanzien van deze producten. Daarnaast is China - het land met het grootste aantal rokers - bezig om het aantal aan roken gerelateerde dodelijke slachtoffers (en daarmee de maatschappelijke kosten) te verminderen. En dat terwijl de volumes van de traditionele sigaretten al enkele jaren achtereen afneemt.

Dividenden en inkoop eigen aandelen

Een van de kenmerken van tabaks aandelen is de hoge mate van aandeelhouderswaarde die de sector heeft. Dit is tevens een sterk koopargument voor deze sector. In de jaren tussen 2010 en 2013 hebben tabaksfabrikanten 114 miljard dollar uitgekeerd aan beleggers. 72 miljard dollar is uitgekeerd via dividend. Ter waarde van 42 miljard dollar is eigen aandelen

teruggekocht. De hoge vrije kasstromen moeten de komende jaren ervoor moeten zorgen dat dit beleid doorgezet wordt. De sector is namelijk relatief weinig geld kwijt aan investeringen. De snelle opkomst van de e-sigaret zou hierop uiteraard een uitzondering kunnen zijn. Op dit moment is het gemiddelde dividendrendement bijna 4,5%. De pay-out ratio - het gedeelte van de winst dat wordt uitgekeerd - is hoger dan het sectorgemiddelde en ligt vaak boven de 50%. Voor de komende jaren verwachten analisten dat het uit te keren bedrag met gemiddeld 11% per jaar zal groeien. Met 42,9 miljard dollar was Philip Morris de grootste uitkeerder van dividend. Hierop volgde BAT die over die periode 21,3 miljard dollar uitkeerde. Altria was een goede derde met 16,1 miljard dollar aan dividenden en inkoop eigen aandelen.

Toenemende Regulering: China maakt inhaalslag

42% van alle sigaretten worden geconsumeerd in China. 10% van de Chinese belastinginkomsten komen uit tabaksverkoop. Het ministerie van gezondheid van China heeft het voornemen om de aan roken gerelateerde risico's te verlagen. In China overlijden jaarlijks gemiddeld 1,2 miljoen mensen aan de gevolgen van roken. Al in 2012 heeft China doelen afgegeven om het aantal rokers te verminderen. Enkele voorbeelden hiervan zijn:

- het percentage mannelijke rokers verminderen van 57% (2002) naar 50% in 2015 en naar 40% in 2020.
- verhogen van het percentage Chinezen dat stopt met roken van 12% nu, naar 20% in 2015 en 30% in 2020.
- het percentage rokers dat zou willen stoppen met roken van 20% nu, naar 40% in 2015 en 70% in 2020.
- het verminderen van de gevolgen van het blootstaan aan meerroken. Hier wil men van de huidige 72% blootstelling aan meerroken terugbrengen naar 40% in 2015 en naar 20% in 2020.
- de Chinese regering wil voor het eind van dit jaar het roken in publieke ruimtes verbieden.

Europa: einde aan menthol in sigaretten en tabak vanaf 2020

In februari 2014 zijn in Straatsburg de nieuwe Europese tabaksrichtlijn goedgekeurd. Hierin wordt onder andere de verkoop van elektronische sigaretten gereguleerd. Sigaretten en tabak met een smaakje worden verboden, alleen voor menthol zijn enkele jaren uitstel overeengekomen. Het doel is de trend te keren waarbij opnieuw meer jongeren beginnen roken, en om het aantal tabaksdoden terug te dringen. Alle toegevoegde smaken in sigaretten en roltabak, die erop gericht zijn tabaksproducten aantrekkelijker te maken, worden verboden. Mentholsigaretten mogen nog tot 2020 verkocht worden. Dit is waarschijnlijk het gevolg van een intensieve lobby van de tabaksindustrie. De gezondheidswaarschuwingen op verpakkingen moeten voortaan in fotoformaat zijn en 65% van de oppervlakte beslaan; op voor- én achterkant. In elektronische sigaretten worden smaakversterkers overigens wel toegelaten, maar het nicotinegehalte wordt beperkt tot 20 mg per ml. De nationale overheden kiezen allemaal afzonderlijk hoe de verkoop van deze e-sigaretten georganiseerd wordt: ze zullen ofwel in de gewone handel te koop zijn, ofwel als een geneesmiddel beschouwd worden en dan ook via de bijbehorende wetgeving in omloop worden gebracht. Navullingen zijn toegestaan, maar die moeten veilig zijn, vooral voor kinderen. Voor e-sigaretten en gewone tabaksproducten gelden identieke publiciteitsregels.

Niet minder, wel goedkoper

De Engelstalige term 'Plain Packaging' (uniforme verpakkingen) slaat op het weglaten van merk-specifieke logo's, kleuren en lettertypes op sigarettenpakjes. De bedoeling is om het roken bij (beginnende) rokers te ontmoedigen, en ze niet onder invloed te laten komen van marketingacties of fleurige merkkleuren. In Australië werd in december 2012 het verplicht om - naast de foto's van door kanker verteerde organen - enkel nog een vermelding van het merk in een uniform lettertype op een olijfgroen veld af te drukken. Deze kleur zou namelijk onaantrekkelijk zijn voor de doelgroep van de ontradingscampagnes: jongeren. Het doel was het verminderen van het aantal rokers, maar de cijfers laten nog niet zien dat de maatregel succesvol is. Ook in het Verenigd Koninkrijk wordt er nu een discussie gevoerd om deze maatregel in te voeren. Wel is er een beweging gaande van consumenten die goedkopere sigaretten gaan roken. Dat is positief voor fabrikanten die het hele spectrum aan sigaretten aanbieden: dure merken, middelmatig geprijsde sigaretten en goedkope sigaretten. Zo kunnen consumenten meerdere malen bezuinigen doorvoeren. De tabaksindustrie vreest dat door de invoering van plain packaging een extra toename zal komen van aanbod via de zwarte markt. Deze zal hierdoor nog groter worden en leiden tot een daling van de verkoopprijs. De verschillende overheden zullen het inkomstenverlies compenseren met verhogingen van de accijnzen, waarna de industrie het dit inkomstenverlies weer zal compenseren door de verkoopprijzen te verhogen.

Laatste innovatie: De e-sigaret

Tabaksbedrijven zien dat verkopen van e-sigaretten steeds sneller groeien. Naar aanleiding hiervan hebben fabrikanten de ontwikkeling van hun e-sigaret initiatieven versneld. De belangrijke katalysator waren de positieve testresultaten van marktleaders in de tabaksector zoals Altria en Reynolds en overnames van meerdere gespecialiseerde e-sigarettenfabrikanten door Imperial Tobacco en Lorillard. Vooral in de VS is de vraag naar deze nieuwe manier van nicotinegebruik populair. Analisten waren in augustus vorig jaar nog van mening dat het gebruik van de e-sigaret pas in 2047 het normale sigarettengebruik zou passeren, enkele maanden later werd dit al bijgesteld naar 2028 als basisscenario. In het augustusscenario werd uitgegaan van een jaarlijkse groei van 25% voor de e-sigarettenmarkt tussen 2013 en 2018 met daarna een kleine 10% groei tot 2028. Inmiddels ziet men een jaarlijkse verdubbeling van deze markt voor de periode 2013-2015. Daarna zou de markt met 5% per jaar moeten kunnen groeien. In 2028 zou de markt voor e-sigaretten daarmee in de buurt komen van de \$163 miljard en daarmee 42% uitmaken van de totale sigarettenmarkt. Verschillende overheden zullen nieuwe

accijnzen invoeren, maar dit zal waarschijnlijk niet groeivertragend werken. Voor 2013 is de omzet uit e-sigaretten uitgekomen op \$1,5 miljard terwijl men in mei nog uitging van \$1 miljard.

Gemengd gevoel overheden

De verkoopsuccessen van de makers van elektronische sigaretten zorgen voor gemengde gevoelens bij overheden. Verbeterde volksgezondheid en daarmee dus lagere zorgkosten tegenover fors lagere belastinginkomsten. Verschillende overheden hebben ook al maatregelen tegen het gebruik van e-sigaretten genomen. Dit varieert van een verkoopverbod in onder andere Brazilië, Singapore en Japan, gelijkgesteld worden aan traditionele sigaretten in landen als Frankrijk, Nederland en Finland en het behandelen als medicijn in de UK, Australië en Zuid-Afrika. Verder heeft China slechts lichte restricties. De EU Tobacco Directive en de Amerikaanse FDA (de Europese en Amerikaanse toezichthouders) bepalen waarschijnlijk later dit jaar welke restricties verder ingevoerd worden.

Conclusie

Ondanks dalende volumes weet de tabaksindustrie de inkomsten op pijl te houden. Het beleid van overheden om het roken te ontmoedigen heeft dan ook wel invloed op de verkoopcijfers van de tabaksfabrikanten, maar dit verlies kunnen ze compenseren door de prijzen te verhogen. Toekomstige omzetgroei moet vooral komen uit de opkomende markten. Hier stijgt de welvaart en groeit de bevolking. Verder moet toekomstige omzetgroei gerealiseerd worden uit nieuwe producten, die de steeds strengere regulering op klassieke producten kunnen compenseren. De tabakssector staat onder druk vanwege de slechte gevolgen op de gezondheid van rokers. Maar er zijn nog voldoende mogelijkheden voor tabaksfabrikanten om ook in de toekomst nog goede resultaten te boeken.

Bedrijfsprofiel

Masterlist

Op de masterlist van het ING Investment Office staan op dit moment 2 bedrijven uit de tabaksector: British American Tobacco (BAT) en Altria. Beide hebben specifieke voor- en nadelen. Waar BAT voor het grootste deel van de omzet afhankelijk is van de opkomende markten is Altria voor haar sigarettenomzet puur afhankelijk van de VS. Aangezien de bevolking in de opkomende markten snel groeit - in tegenstelling tot de ontwikkelde markten - zien wij graag dat fabrikanten een groot deel van hun omzet uit de opkomende markten halen. Daarom hebben wij het aandeel BAT als aanbevolen aangemerkt.

Koersontwikkeling BAT in GBp



BAT

BAT verkoopt sigaretten in ruim 180 landen. Het is een van de bedrijven in de consumptiesector die het meest afhankelijk is van de opkomende markten. Deze zijn goed voor 66% van de groepsomzet en een hoog percentage van de winst voor belastingen (EBIT), namelijk 60%. De blootstelling van BAT aan opkomende markten is buitengewoon evenwichtig gespreid: van de groepsomzet wordt 17% gegenereerd in Azië/Pacific, 21% in Latijns-Amerika, 11% in Oost-Europa en 17% in het Midden-Oosten en Noord-Afrika. De inkomsten van het concern waren in 2013 EUR 15,3 miljard. BAT heeft het afgelopen jaar de prijzen kunnen verhogen. Hiermee konden ze de afnemende verkoop compenseren. De winst nam toe tot GBP 5.82 miljard in 2013 waar analisten GBP 5.78 miljard hadden verwacht. In 2012 was de winst GBP 5.64 miljard. Dit zijn redelijke cijfers in een jaar waarin vooral de volatiele valuta's van opkomende markten de winst en omzet onvoorspelbaar maakten. Ook de maatregelen van verschillende overheden, die de hogere gezondheidskosten willen doorbelasten en roken willen ontmoedigen, hebben een negatieve invloed op de resultaten van tabaksfabrikanten. Om de strengere rookwetgeving in veel landen te kunnen omzeilen, zet BAT flink in op e-sigaretten en zijn ze ook bezig met andere initiatieven, zoals een soort inhaler met nicotine. Verder maakte BAT bekend dat het de dividend uitkering met 6% te verhoogt.

Risico's

Van alle Europese tabaksbedrijven loopt BAT het meeste risico op rechtszaken. Dit vanwege de activiteiten in zowel Canada, Brazilië als de VS. In deze landen lopen dan ook de meeste claims. Ook kan het valutavoordeel afnemen wanneer het Britse pond sterker wordt ten opzichte van de andere valuta's. Verder worden afnemende sigarettenvolumes niet alleen veroorzaakt door de economische recessie maar ook door het groeiende bewustzijn bij consumenten van de gezondheidsrisico's.

Conclusie:

British American Tobacco (BAT) is een van de grootste bedrijven binnen de tabaksindustrie. Hierdoor heeft BAT veel invloed op de prijszetting en kan het de hoge prijzen voeren die bij 'premium' merken horen. BAT kan de prijzen verhogen als de omstandigheden daarom vragen. Ondanks het dalen van de volumes stijgt de winst zo al jaren. Het succes van de strategie die BAT voert wordt bevestigd door de bovengemiddelde resultaten van zijn belangrijkste dure merken. Deze zorgden voor een groeitrend in de prijzen, volumes en marges.

Meer weten?

Kijk op www.ing.nl/beleggen

**of volg ons op Twitter via
[@INGnl IO](https://twitter.com/INGnlIO)**

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie bevat beleggingsaanbevelingen maar geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).
