

CONNAISSEZ VOUS LA PLUS GRANDE SOCIETE DE CONSOMMATION DU MONDE?



Demain, une bière sur trois dans le monde sera vendue par une seule et même entreprise. Cette dernière, peu connue du grand public, pèse 250 milliards de dollars en bourse, ce qui en fait la plus grande société de consommation du monde et est le résultat de la fusion entre le brasseur belgo-brésilien AB Inbev et le britannique SAB Miller. La nouvelle société ainsi formée est en mesure de délivrer une croissance des ventes de 6% par an et un doublement de son bénéfice par action en 5 ans. Aucune autre société de cette taille dans l'industrie de la consommation de base n'est capable de réaliser une telle croissance.

Le 11 Novembre 2015, les brasseurs AB Inbev et SAB Miller ont officialisé leur mariage, après 2 mois de négociations intenses.

Ce rapprochement avait maintes fois été évoqué par les investisseurs, les analystes et quelques banquiers d'affaires forcément très intéressés. Cette union a notamment été rendue possible par le contexte de ralentissement de la consommation dans les pays émergents, qui représentent environ 2/3 des ventes de SAB Miller. Le groupe a également été fortement pénalisé par la chute des devises émergentes (- 13% sur le chiffre d'affaires organique au premier semestre fiscal). Le titre SAB Miller a ainsi sous-performé comparé à ses concurrents perdant sa prime de valorisation historique, et aiguisant ainsi l'appétit de potentiels prédateurs.

Une occasion rêvée pour AB Inbev d'enfin mettre la main sur un actif stratégique et asseoir définitivement son statut de leader sur le marché mondial de la bière (31% de parts de marché combiné), bien loin devant Heineken (numéro deux avec 9% de parts de marché), Carlsberg et les brasseurs japonais.

AB Inbev est passé maître dans l'art de réaliser des acquisitions stratégiques, s'affirmant progressivement comme le plus grand groupe de consommation au monde. L'histoire d'Inbev a commencé par la fusion entre le belge Interbrew et le brésilien Ambev pour former le numéro un mondial du secteur brassicole en 2004. Puis le rachat, pour 52 milliards de dollars en 2008, d'Anheuser - Busch, le leader incontesté de la bière aux Etats-Unis avec sa marque iconique Budweiser a donné une dimension supplémentaire au groupe. Il lui a aussi permis de démontrer son savoir-faire en termes d'acquisitions en dégageant des synergies annuelles proches de 2,5 milliards de dollars, contre 1,5 milliards de dollars initialement escomptés.

L'acquisition de Modelo en 2013 pour 20 milliards de dollars a ensuite permis à la société de prendre le contrôle du marché mexicain de la bière tout en mettant la main sur la marque Corona, qui dispose d'un fort potentiel de développement à l'international. La suite logique pour AB Inbev était donc de racheter le numéro deux mondial du secteur, SAB Miller. D'autant qu'AB Inbev, après s'être désendetté suite à l'acquisition de Modelo, dispose des moyens financiers nécessaires pour réaliser ses ambitions et financer une nouvelle acquisition tout en profitant d'un environnement de taux d'intérêt bas.

Surtout, la logique industrielle de la fusion fait beaucoup de sens. Les deux groupes ont en effet des positions géographiques très complémentaires, des portefeuilles de marques capables de dégager des synergies commerciales et AB InBev dispose d'un savoir-faire unique en matière de réduction de coûts et de mutualisation des frais généraux et de la chaîne d'approvisionnement.

AB Inbev fait face à des problèmes structurels sur ses deux principaux marchés. Le marché américain est un marché mature, où les volumes sont régulièrement en baisse depuis la crise financière, la bière perdant des parts de marché par rapport aux spiritueux et aux vins. Les grandes marques comme Budweiser doivent, de plus, faire face à l'émergence des bières artisanales qui correspondent à la volonté des consommateurs américains d'avoir des produits plus différenciés et plus authentiques. Ces "craft beer" ont rapidement pris 11% du marché américain et projettent d'atteindre 20% d'ici 2020. Les perspectives de croissance à long-terme d'AB Inbev aux Etats-Unis, le marché le plus rentable du groupe où les marges opérationnelles dépassent les 40%, sont donc sérieusement remises en cause.

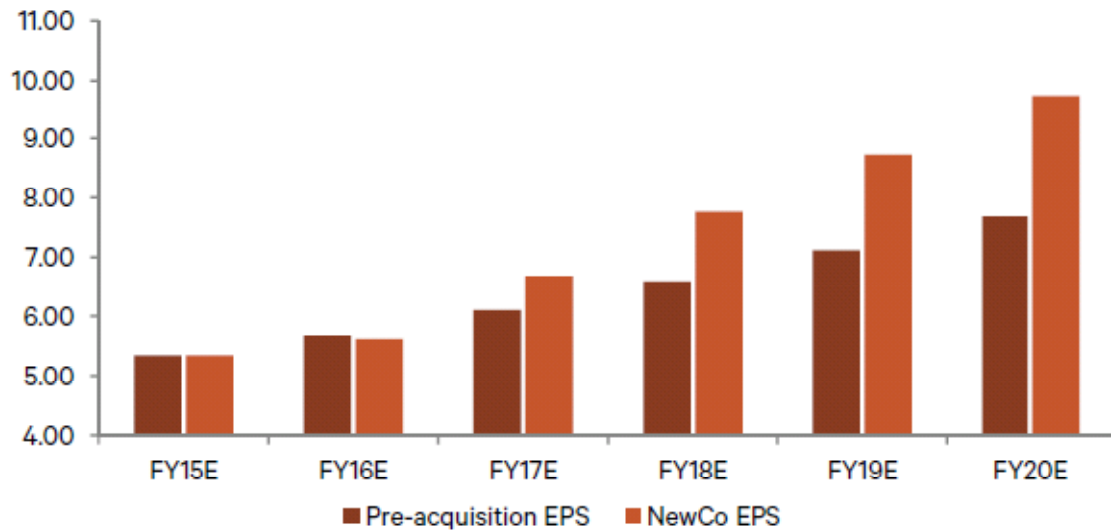
Sur le marché brésilien, le problème est plus conjoncturel. La profonde récession qui secoue le pays va lourdement peser sur les chiffres des prochains trimestres. D'autre part, le potentiel de croissance à long-terme du Brésil en termes de volume n'est pas aussi élevé qu'on pourrait le penser. Avec une consommation annuelle par habitant de 68 litres, le pays se situe au même niveau que le Royaume-Uni. Il existe certes un potentiel de montée en gamme du marché qui, grâce à un mix plus favorable, pourrait doper la croissance, mais celle-ci devrait rester limitée par le taux de pénétration déjà élevé de la bière au Brésil.

AB Inbev trouve ainsi en SAB Miller une solution à ses problèmes de croissance. La force de SAB Miller est, en effet, de posséder des positions ultra dominantes dans des pays d'Amérique latine où la consommation par tête est encore très basse comme le Pérou, l'Equateur ou la Colombie. C'est d'autant plus vrai en Afrique où SAB Miller, à travers ses partenariats avec le groupe Castel, dispose d'un immense potentiel de croissance dans des pays d'Afrique Subsaharienne où la consommation d'alcool se cantonne encore souvent à des productions artisanales. A mesure que le niveau de vie de ces pays augmente et que la bière devient un produit plus abordable, les volumes devraient croître de manière significative dans des zones où la bière est un produit désirable. L'Amérique latine et l'Afrique représentent déjà chacune un tiers des bénéfices de SAB Miller et sont des plateformes de croissance pour AB Inbev. D'autant que la complémentarité des portefeuilles de marques des deux groupes devrait permettre d'assurer à terme la deuxième phase de croissance du groupe dans les pays émergents. SAB Miller possède en effet des marques locales très bien implantées pour éduquer et fidéliser les consommateurs. Dans un deuxième temps, les marques internationales de AB Inbev (Budweiser, Stella Artois, Hoegaarden, Corona), plus chères et mieux margées pourront être poussées auprès des consommateurs locaux en quête de qualité et de nouveauté.

AB Inbev a une parfaite maîtrise des opérations de fusion-acquisition. Carlos Brito et ses équipes sont sans doute parmi les meilleurs "cost killers" du monde et de grands adeptes du budget base-zéro. Au contraire, SAB Miller n'a jamais brillé par sa maîtrise des coûts. D'ailleurs, au cours des négociations avec AB Inbev, les dirigeants de SAB Miller ne se sont-ils pas empressés d'annoncer la mise en place d'un plan d'économies de 1 milliard de dollars d'ici 2020, remplaçant le précédent plan d'économies de 500 millions de dollars en 2018? Le management d'AB Inbev estime pouvoir extraire 1,4 milliards de dollars de synergies en sus du plan d'économies annoncé par SAB Miller. Un chiffre qui paraît prudent au regard du track-record de la société.

Pour toutes ces raisons, nous pensons que l'opération est très créatrice de valeur. Tant pour les actionnaires d'AB Inbev qui obtiennent ainsi des relais de croissance et la possibilité d'appliquer des méthodes de gestion plus rigoureuses à un actif non optimisé, que pour les actionnaires de SAB Miller qui obtiennent un prix de sortie reflétant la valeur stratégique de la société.

Graphique 1. Ab Inbev - Croissance des BPA avant et après l'acquisition



Source: Berenberg estimates

Et ce n'est sans doute pas la fin de l'histoire! Le nouveau groupe aura sans doute les moyens de poursuivre la consolidation du secteur en rachetant son partenaire Castel en Afrique, ou éventuellement la marque Guinness au numéro un mondial des spiritueux Diageo. Avant, pourquoi pas, de former un géant mondial de la boisson en se rapprochant de Coca-Cola?

Rédigé par Julien Chehowah, co-gérant de FOURPOINTS Euro Global Leaders, novembre 2015.

Disclaimer :

Cette analyse est exclusivement destinée aux professionnels, elle ne peut en aucun cas être présentée à des particuliers en vue d'une souscription dans le produit présenté. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Le contenu du document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel.