



**Bolero**

FOCUS SUR ACTION

# AB InBev

## Le roi belge de la bière sous pression ?

13 novembre 2018

RECHERCHE : WIM HOSTE (KBC SECURITIES)

RÉSUMÉ POUR VOUS PAR TOM SIMONTS, SR. FINANCIAL ECONOMIST KBC



Dans ses Topics, Bolero approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

---

Cela fait quelques mois que l'action AB InBev est sous pressions. Suite à la publication des résultats du troisième trimestre, elle a même enregistré une perte de 10%. Mais que se passe-t-il exactement du côté du roi belge de la bière ?

Le temps est venu pour une analyse détaillée. Dans ce Topic, Tom Simonts et Wim Hoste nous expliquent les défis à venir pour l'entreprise, mais ils s'intéressent également aux opportunités pour la croissance future.

---



La fête est-elle finie pour AB InBev? Sur la base du graphique des cours, il semble que le plus grand brasseur du monde cherche d'urgence un second souffle. Des défis attendent clairement le secteur en général et AB InBev en particulier, mais pour KBC Securities, qui entrevoit des moteurs de croissance, le verre est à moitié plein. Et le dernier rapport trimestriel n'y a rien changé.

## Une journée spéciale



Source: Thomson Reuters Datastream

Le 30 novembre 2015 a été une journée spéciale pour AB InBev. Ou du moins pour les actionnaires qui détenaient l'action en portefeuille car elle a marqué la fin d'un sans-faute boursier. Une série de gains de cours pour ainsi dire ininterrompue durant des années a en effet fait grimper la valeur boursière du numéro un brassicole mondial à quelque 200 milliards EUR.

Presque tous les possibles se sont réalisés: acquisitions stratégiques de marques de bière concurrentes, intégration harmonieuse et réussie de projets dans le cœur de métier, croissance du marché mondial, augmentation du revenu disponible, baisse des taux d'intérêt qui a permis de digérer un peu plus facilement la montagne de dettes, pénétration rapide de marchés émergents tels que le Brésil, etc.



## Les concurrents ont été de la revue

Aujourd'hui, le groupe brassicole détient une part du marché mondial d'environ 27%, ce qui fait de lui de loin le plus grand brasseur mondial (devant le numéro deux Heineken). Environ 72% des volumes de bière sont générés dans les marchés émergents et 80% des cash-flows d'exploitation (EBITDA) sont réalisés dans ses dix plus grands marchés. Cela signifie qu'AB InBev est aujourd'hui plus diversifié qu'avant son rapprochement avec SABMiller, lorsque les cinq marchés principaux représentaient encore 80% de l'EBITDA. Au cours des cinq dernières années, AB InBev a réalisé la plus forte croissance organique du chiffre d'affaires de tous les principaux FMCG (Fast Moving Consumer Groups comme Unilever, Nestlé,...), dont la moyenne se monte à 4,6%. Carlos Brito mérite à raison le titre de 'Roi mondial de la bière'.

## L'armure se fissure

Depuis lors, des fissures sont apparues dans l'armure autrefois inattaquable du groupe. Des fissures qui ne s'expliquent nullement par une gestion inadéquate ou une mauvaise exécution, mais par des circonstances difficilement maîtrisables. Aujourd'hui, l'action est inférieure d'environ 40% à son niveau du 30 novembre 2015, hors dividendes.

Où le bât a-t-il blessé pour le groupe brassicole qui occupe une position de leader sur plusieurs des plus grands marchés mondiaux de la bière, tels que les États-Unis, le Brésil et le Mexique, et qui brasse des fleurons tels que Budweiser, Corona et Stella Artois? L'analyste Wim Hoste y voit 4 explications majeures.

### (1) La montagne de la dette

À l'instar des acquisitions précédentes, le rachat de SABMiller a lourdement endetté le groupe. Il était donc clair dès le départ qu'il ne fallait pas espérer une croissance rapide des dividendes ou de nouvelles acquisitions pendant plusieurs années, mais cette fois, le désendettement s'avère un peu lent. Le ratio dette financière nette/cash-flow d'exploitation (net debt/EBITDA) est de 4,9x à la mi-2018, soit un niveau élevé, mais pas insupportable.

Le groupe n'a qu'environ 4,1 milliards USD de dettes qui arriveront à échéance à la fin de 2019 et il dispose d'une ample position de liquidités de 16,9 milliards USD (dans les résultats semestriels). Plus de 90% des dettes ont des taux d'intérêt fixes et presque toutes ont été contractées en USD, AUD et CAD ainsi qu'en GBP. Le groupe n'a pas de dettes au Brésil, entre autres, car le prix de revient y est nettement plus élevé.



## (2) Désendettement

Ce n'est pas la dette en tant que telle qui préoccupe les investisseurs, mais sa résorption. Jusqu'à présent, le management a maintenu un dividende au moins stable de 3,60 EUR par action, ce qui signifie que 80 à 90% des cash-flows libres sont reversés aux actionnaires, plutôt qu'aux obligataires. En d'autres termes, cela ne contribue guère à résorber la dette. Ceci explique la nervosité des investisseurs étant donné qu'un ralentissement du chiffre d'affaires ne laisse pas beaucoup de marge de manœuvre supplémentaire.

Lors de la publication des résultats du troisième trimestre, AB InBev a toutefois décidé de réduire de moitié le dividende, ce qui devrait permettre une réduction beaucoup plus rapide de la dette. Selon les estimations de KBC Securities, le ratio dette nette/EBITDA sera désormais ramené à moins de 3x d'ici 2022, contre une estimation précédente de 3,5x (avec un dividende stable).

## (3) Matières premières

Une entreprise comme AB InBev dépend naturellement de l'évolution des prix de ses principales matières premières. Et ces prix ont presque tous progressé ces dernières

années. L'orge, par exemple, accuse une mauvaise récolte estivale, ce qui a entraîné une hausse considérable des prix depuis juin. Le prix de l'aluminium est également important; le prix des métaux a récemment augmenté, en partie à cause des restrictions commerciales imposées par le président américain Trump.



KBC Securities estime que l'impact du renchérissement des matières premières est important, mais qu'il a aussi été répercuté de manière exagérée sur le cours de Bourse. AB InBev couvre généralement ses besoins en matières premières pour les 12 à 18 mois suivants et a par le passé démontré à plusieurs reprises son solide pouvoir

de fixation des prix. Les coûts qui ne peuvent pas être répercutés sur la valorisation ont un impact, mais il est limité.

## (4) Cours de change

Une partie du chiffre d'affaires et des revenus du groupe provient des économies émergentes. La dépréciation des devises de ces pays est impressionnante, en raison d'un recul en 2018, ce qui signifie que la conversion en revenus libellés en USD est négative. Le cash-flow et les bénéfices sont donc sous pression, les principaux responsables étant le peso argentin et le real brésilien. En outre, il y a également risque de transaction car environ 50% des matières premières utilisées au Brésil, par exemple, sont achetées en USD.

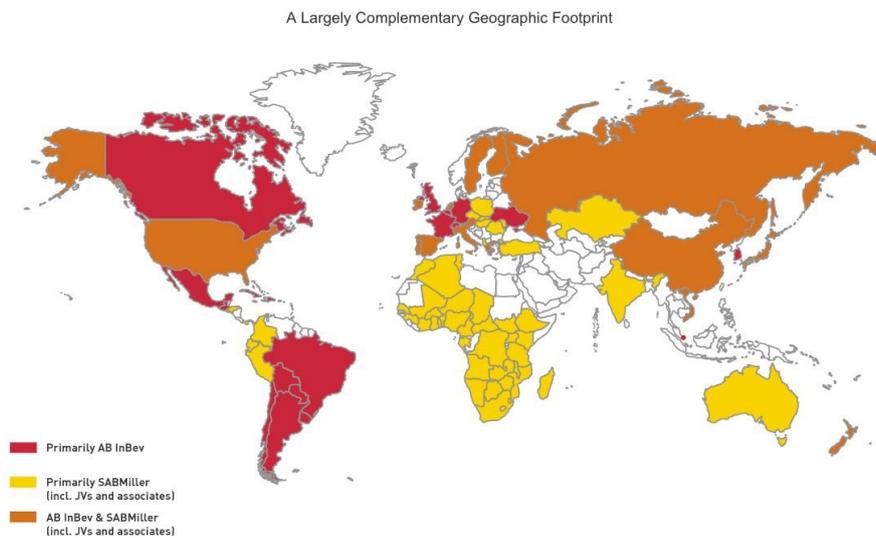
Cette exposition peut faire l'objet d'une couverture, mais la variation de valeur de ces produits doit bien entendu être prise en compte dans le résultat. C'est notamment le



cas du real brésilien et du peso mexicain. Cet impact des cours de change à ce jour a été incorporé par KBC Securities dans le modèle de valorisation et est, à ce titre, intégré dans la valorisation et l'objectif de cours.

## Quelques moteurs de croissance

Outre les défis, des opportunités demeurent bien entendu. KBC Securities en a identifié trois en particulier.



### (1) Afrique

Ce continent représente une immense opportunité, tant en termes de chiffre d'affaires que de croissance. Malgré l'acquisition de SABMiller, il s'agit encore d'un point aveugle sur la carte du monde, mais environ la moitié de la croissance démographique mondiale devrait être attribuable à l'Afrique d'ici 2050. Le nombre de personnes ayant dépassé l'âge légal auquel la consommation d'alcool est autorisée devrait également augmenter de 29% au cours des dix prochaines années. AB InBev vise une croissance à deux chiffres de son chiffre d'affaires dans les années à venir, avec des marges EBITDA supérieures à 50% (qui, selon KBC Securities, seraient aujourd'hui d'environ 45%).

- Nigeria: Avec ses quelque 196 millions d'habitants, ce pays est le plus grand d'Afrique. Avec une moyenne d'âge de moins de 18 ans, sa population est très jeune et il devrait compter 410 millions d'habitants d'ici 2050. Le marché brassicole représente aujourd'hui environ 20 millions d'hectolitres et il connaîtra une croissance d'environ 50% au cours de la prochaine décennie. En juillet, une nouvelle brasserie a ouvert ses portes dans l'ouest du pays. AB InBev y a maintenant 4 brasseries.



- Afrique du sud: AB InBev fait une promotion agressive de ses marques en Afrique du Sud et tente ainsi d'y introduire Budweiser et Beck's. La part de marché globale d'AB InBev est restée relativement stable pour l'instant, mais elle est passée de 3% à 22% dans le segment premium. Et ce segment premium couvre environ 9% du marché sud-africain de la bière.

## (2) Technologie

Le management a également compris que la numérisation avait beaucoup à apporter à l'entreprise.

D'une part, la numérisation fait son apparition dans le contact avec le client direct (supermarchés, cafés, distributeurs). Ceux-ci peuvent passer des commandes supplémentaires directement via la plateforme en ligne d'AB InBev ou via le service de télévente, sans l'intervention physique d'un fournisseur (contacts numériques). L'ensemble de la relation avec le client et le fournisseur, la chaîne d'approvisionnement, les données et les outils d'analyse sont étudiés afin de faire passer la part des contacts numériques de 40% aujourd'hui à 70% en 2021. Selon AB InBev, cela devrait entraîner une réduction significative du coût de vente par hectolitre.

D'autre part, le mode de fonctionnement des brasseries se numérise de plus en plus: ainsi, les 50 plus grandes brasseries sont entièrement automatisées et connectées afin de partager les meilleures pratiques.

Le déploiement du Connected POC model - les débitmètres captant beaucoup d'informations en temps réel - devrait nous permettre de saisir des opportunités inexploitées ou sous-exploitées. Mesurer pour savoir et ensuite améliorer. Dans ce contexte, AB InBev a racheté cette année WeissBeerger, une société israélienne d'analyse de données employant quelque 90 ingénieurs.

## (3) Innovation

Avec ZX, AB InBev dispose d'une société spécialisée, qui se concentre uniquement sur l'innovation produit. Les grands projets ne manquent pas, car le CEO Pedro Earp souhaite que ZX contribue à hauteur de 10% à la croissance d'AB InBev, notamment par de nouvelles stratégies d'e-commerce, le développement de marques et de produits spéciaux et des investissements dans des start-up innovantes. Prenons par exemple Hi-Ball, fournisseur d'une boisson énergétique naturelle qui génère 22 millions USD de chiffre d'affaires.



## Une amélioration au quatrième trimestre?

Les chiffres du troisième trimestre ont entre-temps été publiés, le lendemain du jour où Carlsberg a relevé ses perspectives pour l'ensemble de l'année et où Heineken a

présenté des chiffres peu brillants. Les résultats publiés par AB InBev ont toutefois déçu sur toute la ligne. La croissance organique du chiffre d'affaires de 4,5% est restée bien en deçà des prévisions du consensus de 6,2% en raison d'une croissance des volumes très limitée (0,2%, contre les 2% attendus). Les volumes ont déçu dans presque toutes les régions. Le Brésil, l'Argentine et l'Afrique du Sud se sont illustrés négativement. La rentabilité, qui est traditionnellement le point fort du numéro un brassicole mondial, est également inférieure aux attentes. Malgré de maigres chiffres, AB InBev s'en tient à ses objectifs pour 2018 et prévoit une accélération du résultat opérationnel au quatrième trimestre.



Outre les chiffres, les projets d'AB InBev en matière de dividende sont particulièrement attendus. Sous la pression pour qu'il réduise sa dette, le groupe a annoncé une réduction de moitié tant du dividende intérimaire que du dividende final. À en juger par la réaction du cours, il semble que de nombreux investisseurs s'y attendaient.

## Investment case, conseil et objectif de cours KBC Securities

Le cours d'AB InBev est sous pression, ce qui ne manquera pas d'inquiéter de nombreux investisseurs. L'action défensive du bon père de famille est en effet présente dans un grand nombre de portefeuilles, non sans raisons.

AB INBEV	Recommandation	<b>ACHETER</b>	Cours actuel	<b>64,99 EUR</b>
	Nom analyste	<b>Wim Hoste</b>	Objectif de cours	<b>105 EUR</b>
	Code ISIN	<b>BE0974293251</b>	Rendement potentiel	<b>61,6%</b>
	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Gain par action (USD)</b>	0,69	4,12	3,48	4,71
% croissance j/j	-87,8%	497,6%	-15,5%	35,2%
Ratio cours/bénéf.	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
<b>Dividende brut (EUR)</b>	3,60	3,60	1,80	1,80
% croissance j/j	20,0%	0,0%	-50,0%	0,0%
Rendement sur dividende	5,5%	5,5%	2,8%	2,8%

À plus long terme, l'entreprise a fait ses preuves en matière d'excellence opérationnelle et de rentabilité. Depuis l'acquisition de SABMiller, l'entreprise est encore mieux armée pour réaliser une croissance du chiffre d'affaires et déployer ses marques phares Budweiser, Corona et Stella Artois dans le monde entier, notamment grâce au système de catégorisation SAB. Si l'on ajoute à cela les investissements dans le big data, entre autres choses, les résultats devraient se multiplier dans les années à venir.

Cette croissance n'est pas visible aujourd'hui et la rémunération des actionnaires doit aussi y croire. Pour les analystes, l'impact des nouveaux marchés et des nouvelles technologies est aujourd'hui difficilement quantifiable, mais une vision optimiste du



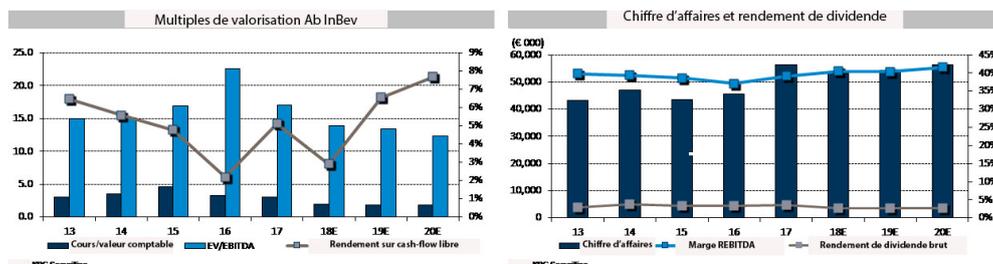


potentiel futur du numéro un mondial de la bière est néanmoins le plus grand dénominateur commun entre analystes et investisseurs.

Le fléchissement de l'action n'empêche pas la croissance future. C'est une autre raison pour laquelle KBC Securities émet la recommandation Acheter. L'objectif de cours a il est vrai été abaissé de 115 à 105 EUR, ce qui signifie que l'action recèle un potentiel de hausse de plus de 60%. L'entreprise est et reste un acteur de premier plan dans l'industrie brassicole défensive traditionnelle.

La recommandation d'achat s'appuie bien entendu sur certains éléments de valorisation fondamentaux. Sur la base du tableau ci-dessous, le chiffre d'affaires va continuer à croître d'environ 4% au cours des prochaines années, tandis que le cash-flow d'exploitation va augmenter également.

Désormais, les liquidités supplémentaires seront réparties entre la réduction de la dette et les versements à l'actionnaire, ceux-ci via un dividende qui, selon les estimations actuelles, rapporte un rendement brut d'environ 2,5%. Avec un ratio cours/bénéfice attendu de 15,8x et 13,8x pour 2019 et 2020 respectivement, l'action n'est de toute façon pas très chère, alors que le ratio EV/EBITDA (13,3x et 12,4x respectivement) est nettement inférieur au niveau historique. Cela donne à penser que les investisseurs ne tiennent guère ou pas du tout compte de la croissance et qu'ils surestiment le risque lié à l'évolution des devises, des matières premières et de la rentabilité.



## Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site [www.kbcam.be/actions](http://www.kbcam.be/actions) et aux « Disclosures » consultables sur le site [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures). En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur [www.kbcsecurities.be/disclosures](http://www.kbcsecurities.be/disclosures).

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.