

Schwung in der Bude

BIETERWETTSTREIT | Ende November überraschte AB InBev die Märkte mit einer Verkaufsankündigung. Mit Verweis auf wettbewerbsrechtliche Gründe wurden im Zuge der SABMiller-Übernahme drei europäische Beteiligungen – Peroni, Grolsch und Meantime – ins Schaufenster gestellt. Nachdem anfangs vieles auf einen Private Equity (PE)-Einstieg hindeutete, ist mit Asahi nun ein asiatischer Hersteller in der Pole-Position. Auf den ersten Blick nur ein weiteres Puzzleteil im Rahmen der globalen Marktkonsolidierung, potentiell aber ein durchaus einschneidendes Ereignis für die europäische Brauereiindustrie.

WAS DIE SPATZEN bereits seit längerem von den Dächern pfliffen, wurde im Oktober 2015 Gewissheit: Der Weltmarktführer AB InBev übernahm im Rahmen des viertgrößten Deals aller Zeiten für rund 100 Mrd EUR den Branchenzweiten SABMiller. Um Bedenken der Wettbewerbsbehörden auszuräumen, verzichtete der neuformierte Megakonzern auf seine Beteiligung an Miller Coors. Für rund 11,2 Mrd EUR übernahm Molson Coors den restlichen 58-Prozent-Anteil am gemeinsamen Joint Venture.

Viele Experten erwarteten als nächsten Schritt den Verkauf des 49-Prozent-Anteils von SABMiller an Chinas größten Brauer CR Snow. Zur allgemeinen Überraschung lancierte AB InBev stattdessen die Abspaltung eines „europäischen Pakets“.

Die Begründung des Verkaufs überrascht. AB InBev und SABMiller kämen in den drei Hauptmärkten auf kombinierte Marktanteile von maximal 29 Prozent, Heineken bleibt jeweils Primus. Ergo eine

Konstellation, die die Wettbewerbshüter nicht zwingend auf den Plan rufen würde. Nur ein übervorsichtiges Vorgehen des Branchenprimus? Es sind Zweifel angebracht. Finanziell ist AB InBev nicht auf den Verkauf angewiesen. Der Brauereikonzern ist hoch rentabel und hat neben dem Miller Coors-Verkauf im Januar mit neuen Anleihen mehr als 42 Mrd EUR – die zweitgrößte derartige Finanztransaktion aller Zeiten – eingesammelt. Gemessen hieran ist die finanzielle Dimension der anstehenden Abspaltung (Carve-out) sehr klein. Strategisch hingegen lag Europa bei beiden Konzernen schon vor dem Mega-Merger nicht im Fokus. Zudem bleibt die Performance von Grolsch und Peroni mit einem EBITDA von etwa 16 Prozent deutlich hinter den Ansprüchen von AB InBev zurück. Derlei Überlegungen dürften zumindest eine Nebenrolle gespielt haben.

„Aufgehübschtes“ Verkaufspaket

Ein Blick in die Unternehmenszahlen offenbart ein auf den ersten Blick durchaus interessantes Paket: Zwei der vier weltweit vertriebenen SABMiller-Marken und eine stark wachsende Craft-Brauerei – in Summe 7,3 Mio Hektoliter Absatz, über 600 Mio EUR Umsatz und rund 100 Mio EUR EBITDA bei einer durchschnittlichen Marge von fast 16 Prozent; fünf Produktionsstätten in Rom, Padua, Bari, Enschede und Greenwich sowie eine Mälzerei in Pomezia.

Eine genauere Analyse führt hingegen zu einer deutlich differenzierteren Einschätzung. Das Wachstum von Peroni fiel in den letzten fünf Jahren überschaubar aus. Zwei Drittel des Absatzes von 4,8 Mio Hektolitern werden, primär mit Marken im Mittelpreissegment, im Heimatmarkt Italien realisiert. Die Tendenz ist rückläufig und der Abstand zum Marktführer Heineken ist größer geworden. Ein Gegengewicht bildet das seit 2005 von 0,2 auf 1,5 Mio Hektoliter angewachsene internationale Geschäft. Fast 1 Mio Hektoliter – vor allem das höherpreisige Peroni Nastro Azzuro – werden inzwischen in Großbritannien verkauft. Mit Ausnahme von den USA und Australien haben alle anderen Exportmärkte eine sehr überschaubare Größe.

Bei Grolsch entfallen nicht ganz zwei Drittel der 2,4 Mio Hektoliter Absatz auf die Niederlande. Die auf 4 Mio Hektoliter ausgelegte Produktionsstätte in Enschede ist zwar hochmodern, aber nicht annähernd ausgelastet. Im Gegensatz zu Peroni kann das Auslandsgeschäft die rückläufigen



Autor: Meik Forell, Managing Partner, Forell & Tebroke Partnerschaft – Unternehmensberatung, Hamburg

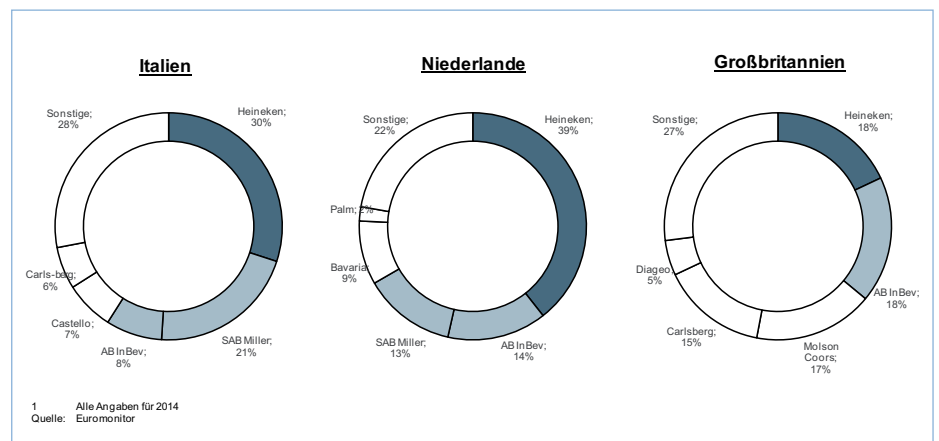


Abb. 1: Marktanteile Italien, Niederlande und Großbritannien

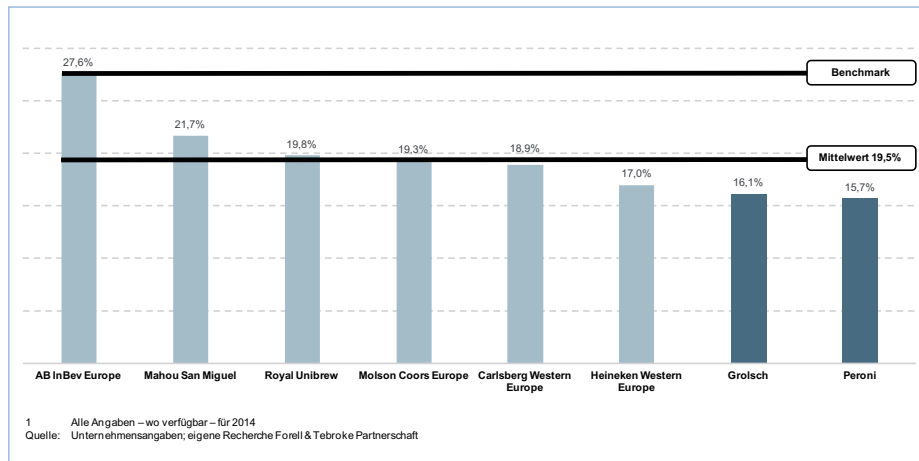


Abb. 2: EBITDA-Margen im europäischen Vergleich

Mengen im Heimatmarkt nicht kompensieren. Seit 2005 haben die Holländer knapp 30 Prozent der vormals 1,3 Mio Export-Hektoliter verloren. Ein Trend, der mit dem Einstieg von SABMiller 2008 stabilisiert, aber nicht umgekehrt werden konnte. Unter der Flagge von Molson Coors gingen allein in Großbritannien – bei weiter rückläufiger Tendenz – rund 700 000 Hektoliter beziehungsweise 5 Prozentpunkte Marktanteil verloren. Einziger Lichtblick ist Polen. Seit 2009 gelang dort eine Verzehnfachung des Absatzes auf über 360 000 Hektoliter.

Peroni und Grolsch bewegen sich in gesättigten Märkten. Hierzu sind nicht nur die Heimatmärkte, sondern auch praktisch alle Exportdestinationen zu zählen. Das EBITDA-Niveau ist für deutsche Verhältnisse ordentlich, aber im europäischen Konzernvergleich unterdurchschnittlich.

Erschwerend hinzu kommt für potentielle Käufer die Produktions- und vor allem Distributionsstrategie. Beide Unternehmen greifen in praktisch allen Exportmärkten auf Vertriebspartner – vor allem andere SABMiller-Töchter, aber auch externe Unternehmen – zurück. In den USA läuft die Peroni-Distribution über Miller Coors. In Großbritannien wird Peroni über Miller Brands UK vertrieben, Grolsch hingegen wird über ein Joint Venture mit Molson Coors lokal produziert und distribuiert. In Ländern wie Australien, Neuseeland und Südafrika brauen andere SABMiller-Töchter das Bier vor Ort. Zudem verkaufen Peroni und Grolsch in ihren Heimatmärkten über 300 000 Hektoliter der globalen SABMiller-Marken Miller Genuine Draft und Pilsner Urquell.

Die zumindest im Export geringe Eigen-distribution dürfte ein Knackpunkt in den Verhandlungen werden. AB InBev und SABMiller wissen dies: Der Carve-out sieht

inzwischen ein deutlich über das heute von den drei Unternehmen in Summe realisierte EBITDA hinausgehendes Volumen vor. Schätzungen variieren zwischen 120 und 200 Mio EUR. Die genaue Summe dürfte stark von der im Detail zu verhandelnden strukturellen Ausgestaltung der Abspaltung abhängen. Hierbei spielen – beispielsweise bei der Miller Brands (UK) Limited – zweifelsohne auch die Reallokation von Gewinnen beziehungsweise steuerliche Überlegungen eine Rolle.

Wenig Unternehmen verfügen über einen ähnlichen M&A-Track Record wie AB InBev. Auch vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass Meantime die nicht makellose Braut im Zuge des aktuellen Craft Bier-Hypes schmücken soll. Anders ist es nicht zu erklären, dass die erst im Mai 2015 von SABMiller teuer erworbene Firma schon wieder verkauft werden soll, während parallel mit Camden Town ein anderer englischer Craft Brauer erworben wird.

■ Aufreibender Bieterwettstreit

Einige denkbare strategische Interessen lagen nahe: Heineken, Carlsberg und Molson Coors. Alle entschieden sich jedoch gegen ein Angebot. Für Heineken erübrigte sich jegliche Überlegung aus wettbewerbsrechtlichen Gründen. Zumindest in Italien und den Niederlanden wären spätestens mit dem Zukauf kritische Schwellen überschritten worden. Für Carlsberg und Molson Coors kam der Deal zur falschen Zeit. Die Nordamerikaner haben sich durch die Miller Coors-Übernahme finanziell stark exponiert. Carlsberg legt den Fokus im Zuge der Russlandkrise derzeit auf Konsolidierung. So wird die mittels Sparprogramm und Verkauf der Danish Malting Group generierte Liquidität für das Abtragen von Schulden eingesetzt. Strategisch hätten die Marken

das europäische Portfolio des Konzerns ideal ergänzt.

Weitere potenzielle Interessenten winkten schnell ab. Gerade für im globalen Vergleich kleinere – auch deutsche Player – ist ein Deal dieser Größe nicht zu stemmen. Folgerichtig zeigten vor allem zahlreiche PE-Unternehmen – unter anderem Texas Pacific Group (TPG), Kohlberg Kravis Roberts (KKR), Advent, EQT, PAI Partners und Bain Capital – Interesse. Der zeitlich eng getaktete Prozess bevorteilte diese Käufergruppe. Interessenten blieb streng genommen nur ein Monat für Entscheidungsfindung, Finanzierung und Due Diligence – erfahrungsgemäß zu wenig Zeit für Brauer, die sich im Gegensatz zu PE-Firmen mit mehr Fragen auseinandersetzen müssen.

Das PE-Interesse lässt sich einfach nachvollziehen. In den letzten Jahren gab es mehrere Beispiele für höchst rentable Deals. 2009 verkaufte AB InBev im Rahmen eines Schuldensenkungsprogrammes sein Osteuropageschäft an CVC Capital Partners und die südkoreanische Oriental Brewery an KKR. CVC reichte die StarBev drei Jahre später mit Gewinn für rund 3,5 Mrd USD an Molson Coors weiter. Noch besser lief es für KKR: Anfang 2014 löste AB InBev sein Rückkaufrecht für 5,8 Mrd USD, mehr als dem Dreifachen des ursprünglichen Kaufpreises, ein. Auch im aktuellen Fall boten sich gute Ansatzpunkte für eine Strategie der Wertsteigerung mit späterer Weitergabe an einen strategischen Player, beispielsweise Molson Coors oder Carlsberg. Diese Logik erschloss sich auch einigen Privatinvestoren. Nicht nur in der Schweiz beschäftigten sich diverse Family Offices mit dem Deal.

Zwei Faktoren hatten viele Marktbeobachter unterschätzt. Zum einen lockte der durch die SABMiller-Übernahme nochmals verschärfte Konsolidierungsdruck weitere strategische Player aus der Reserve. Hoch war das Interesse von Anfang an bei Asiaten, allen voran Kirin und Asahi. Etwas später, dafür umso aggressiver und öffentlichkeitswirksamer stieg Fraser & Neave (ThaiBev) in den Prozess ein. Neben der philippinischen San Miguel gab dem Vernehmen nach auch die spanische Grupo Damm ein Angebot ab. Abgesehen vom Treiber Konsolidierungsdruck haben strategische Interessenten zum anderen einen entscheidenden Vorteil gegenüber PE-Investoren. Sie können über ihr bestehendes Geschäft Synergien realisieren und hierüber einen höheren Kaufpreis rechtfertigen. Entgegen der ursprünglichen Erwartung entwickelte sich daher nicht nur ein breites Interesse,

sondern auch rasch ein spannender Bieterwettbewerb.

■ „Verrückter“ Preis

Erste Bewertungen von Analysten für das Paket lagen zwischen 1,2 und 1,8 Mrd EUR. Bei einem Blick in die Historie eine durchaus nachvollziehbare Bandbreite: In den letzten Jahren wurden Transaktionen jenseits der Mrd-Dollar-Grenze im Durchschnitt für einen EBITDA-Faktor (Multiple) zwischen 11 und 12 realisiert. Insbesondere bei großen Deals waren deutliche Ausreißer nach oben zu beobachten.

Sicher: eine punktgenaue externe Bewertung des Pakets ist aufgrund der offenen Carve-out-Ausgestaltung schwierig. Dennoch schien die Kaufpreiserwartung von AB InBev überzogen. So rief der Weltmarktführer 2,5 Mrd EUR auf.

Etwas überraschend legte Asahi zunächst sogar ein Angebot von knapp über 3 Mrd EUR vor. ThaiBev ließ seinerseits über die Presse verlauten „bedingungslos mitzubieten“. Seit einigen Tagen befindet sich Asahi mit AB InBev in exklusiven Verhandlungen. Das bindende „Net debt/net cash“-Kaufangebot von 2,55 Mrd EUR inkludiert Miller Brands UK sowie das französische Marketing & Sales-Office von SABMiller. Nicht enthalten sind die Grolsch- und Peroni-Markenrechte in den USA. Mitsamt Schulden und Barmitteln dürfte sich das Gesamtpaket noch immer jenseits der 3 Mrd EUR bewegen. Bei dem voraussichtlich übernommenen EBITDA-Volumen ohne Synergien von 120 bis 150 Mio EUR läge das Multiple damit in jedem Fall über 15. Viel Geld für zwei aktuell wachstumsschwa-

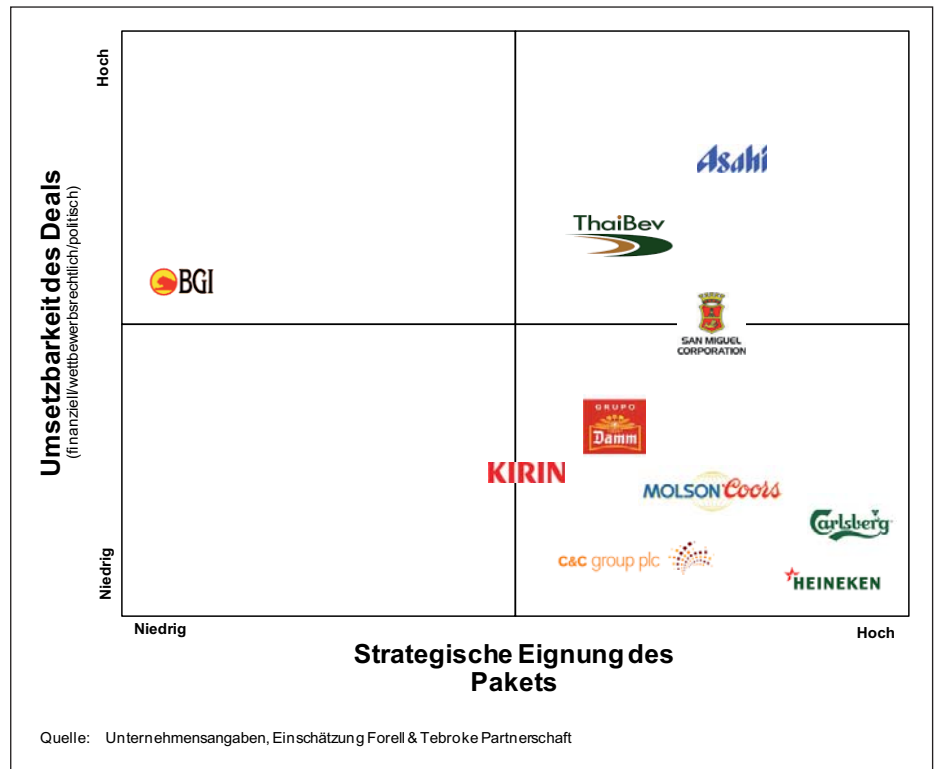


Abb. 3: „Fit“ strategischer Interessenten

che Brauereien ohne eigenes flächendeckendes Distributionsnetzwerk und eine kleine Craft-Brauerei.

■ Divergierende Übernahmemotivationen

Lässt sich dieser Preis wirtschaftlich rechtfertigen? Zumindest aus PE-Sicht sind starke Zweifel angebracht. Die letzten Brauereien wurden von dieser Käufergruppe für Multiples zwischen 9 und 11 übernommen. Die Wertsteigerung beim Verkauf wurde

primär über EBITDA-Steigerungen realisiert. Erste Analysen lassen Ergebnisreserven auf Kostenseite vermuten. Mangels Synergiepotenzial – alle PE-Interessenten verfügen über kein bestehendes Brauereigeschäft – ist ein Multiple von 15 oder mehr finanziell jedoch nicht abbildbar.

Anders verhält es sich für strategische Investoren. Einerseits ist Größe aufgrund von Skaleneffekten in Einkauf, Distribution und Marketing ein entscheidender Werttreiber. Die größten Brauereikonzerne verdienen überproportional. Der Konsolidierungs-

IMPRESSUM

BRAUWELT

Wochenzeitschrift für das Getränkewesen,
156. Jg., ISSN 0724-696X

HERAUSGEBER UND VERLAG

Dr.-Ing. Karl-Ullrich Heyse,
Fachverlag Hans Carl GmbH,
Andernacher Straße 33 a,
90411 Nürnberg, Tel.: 09 11/95 28 50,
Fax: 09 11/9 52 85 81 60
E-Mail: redaktion@hanscarl.com
Internet: www.brauwelt.de, www.hanscarl.com

GESCHÄFTSFÜHRUNG

Michael Schmitt

REDAKTION

Chefredakteurin: Dr. Lydia Winkelmann, V.i.S.d.P.,
09 11/9 52 85 58
Redakteur: Christoph Habel, 09 11/9 52 85 24
Redaktionsassistentin: Eva Schwind, 09 11/9 52 85 25
Grafik/Satz: Andrea Kauer, 09 11/9 52 85 55, und
Sonja Schreiber, 09 11/9 52 85 46
Technik: Rosa Effenhauser-Schmidt, 09 11/9 52 85 32

ANZEIGEN

(verantwortlich): Wolf-Dieter Schoyerer, 09 11/9 52 85 44

Verkauf Print- und Online-Anzeigen

Christine Bach, 09 11/9 52 85 40
Peter Loy, 09 11/9 52 85 34

Verwaltung

Martina Wehfritz, 09 11/9 52 85 36, Katrin Urland, 09 11/9 52 85 26

Klein-, Stellenanzeigen

Dunja Stürmer, 09 11/9 52 85 35

Bezugsquellenanzeigen

Martina Wehfritz, 09 11/9 52 85 36
Fax: 09 11/9 52 85 81 40
E-Mail: anzeigen@hanscarl.com

Anzeigenpreisliste: Nr. 63 ab 01. 01. 2016

ABONNEMENTS

Elfriede Hübner, 09 11/9 52 85 42
Astrid Theiss, 09 11/9 52 85 29
E-Mail: abo@hanscarl.com

ERSCHEINUNGSWEISE

36-mal jährlich

BEZUGSPREIS

Jahresbezugspreis BRAUWELT beinhaltet: BRAUWELT
PRINT (3 x monatlich), BRAUWELT ONLINE (Zugriff auf das BRAU-
WELT-Archiv und 3 x monatlich Newsletter), 1 x jährlich BRAUWELT-
BREVIER.

Inland: EUR 176,90 (inkl. Porto und MwSt.)

Ausland: EUR 207,90 (inkl. Porto zzgl. MwSt.)

Studenten Inland: EUR 103,80 (inkl. Porto und MwSt.)

Das Abonnement verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr,
wenn es nicht spätestens sechs Wochen vor Ende des Kalenderjahres
schriftlich gekündigt wird.

Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der
Fachverlag Hans Carl vom Verfasser alle Rechte. Des Weiteren gelten
die unter www.brauwelt.de veröffentlichten Autorensrichtlinien.

Signierte Beiträge des Autors entsprechen nicht unbedingt der Redak-
tionsmeinung. Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen Beiträge
sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrück-
lich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen
schriftlichen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für
Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen
und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen
Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbe-
zeichnungen usw. in dieser Zeitschrift berechtigt auch ohne besondere
Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne
der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu be-
trachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürfen.

„BRAUWELT“ ist eine eingetragene Marke der Raimund Schmitt Verpac-
tungsgesellschaft mbh & Co. KG.

Tatsächlich verbreitete Auflage: 4081 (IWW IV/2015)



Angeschlossen der Informations-Gemeinschaft zur
Feststellung der Verbreitung von Werbeträgern e.V.
– Sicherung der Auflagenwahrheit



DRUCK: Kössinger AG – www.koessinger.de

druck ist höher denn je. Insbesondere ja-
panische Hersteller bewegen sich in einem
gesättigten Heimatmarkt und suchen hän-
deringend nach Wachstumsmöglichkeiten.
Aufgrund hoher Cash-Reserven und eines
aktuell günstigen Zugangs zu Fremdkapital
drängen sich Firmenübernahmen geradezu
auf. Vor dem Hintergrund erwarteter oder
erhoffter Synergieeffekte ist man zum Teil
bereit, ein hohes Premium zu bezahlen.

Asahi in der Pole-Position

Auf der Anfang Februar kommunizierten
Shortlist befanden sich noch fünf Unterneh-
men. Zwei strategische Interessenten – Asa-
hi und Fraser & Neave (ThaiBev) – sowie mit
PAI Partners, EQT und KKR drei PE-Firmen.
Einige zeitweise hochgehandelte Investoren,
unter anderem die von Ex-Diageo-CEO *Paul
Walsh* vertretene TPG, stiegen rasch aus.
Bain Capital – eigentlich schon auf der Short-
list – machte im letzten Moment aufgrund
der sich abzeichnenden Preisspirale einen
Rückzieher. Den freien Platz übernahm mit
einem nachgebesserten Angebot KKR.

Letztlich wird nun mit Asahi wohl eine
Brauerei das Rennen machen. Ende des
Monats soll der Deal über die Bühne sein.
Der japanische Konzern verfügt mit einem
Marktanteil von 38 Prozent im Heimat-
markt über eine starke Plattform, um inter-
nationale Marken zu pushen. Zudem wäre
der Deal nach einigen erfolglosen Übernah-
meversuchen in der Vergangenheit eine
einmalige Chance, um in Europa einen Ein-
stieg in größerem Stil zu finden. Bisher sind
die Japaner hier nur mit kleinen Mengen
ihrer Hauptmarke Asahi Super Dry vertre-
ten. Asahi würde sein Absatzvolumen von
rund 20 auf fast 28 Mio Hektoliter ausbauen
und sich in der Weltrangliste der größten
Braukonzerne um zwei Plätze auf Rang 11
verbessern. Präsident und CEO *Naoki Izumi-
ya* wäre nicht der Erste, der für eine solche
Aussicht bereit ist, einen sehr hohen Preis
zu zahlen. Die Börse reagierte sprunghaft.
Nach einem anfänglichen Anstieg um rund
19 Prozent hat sich der Kurs inzwischen
wieder auf dem alten Niveau eingependelt.
Fazit: Die Wachstumspläne werden be-
grüßt, der Preis nicht.

**Auswirkungen auf die europäische
Braubranche**

Bei aller Eigendynamik von M&A-Prozes-
sen dürfte sich der Käufer nicht allein von
der Hoffnung auf deal-spezifische Syner-
gien zu einem derart hohen Angebot ver-
leiten lassen. Es ist vielmehr anzunehmen,
dass das „Grolsch-Peroni-Meantime“-Pa-
ket nur der erste Schritt ist. Hierfür spricht
die Übernahme von Miller Brands UK
und dem Pariser Marketing & Sales-Büro.
Aufgrund der stark mit dem SABMiller-
Konzern vernetzten Distributionsstruk-
tur kommt Kooperationsvereinbarungen
im Rahmen der Verhandlungen insge-
samt eine große Bedeutung zu. Gleiches
gilt für potentielle Zusammenarbeit mit
externen Partnern, zum Beispiel Molson
Coors. Langfristig gesehen ist eine exklu-
sive Distribution zu bevorzugen. Kurz- bis
mittelfristig könnten die Kooperationen
auch außerhalb von Europa Kostenvor-
teile und Absatzpotenziale mit sich brin-
gen.

Für national aufgestellte europäische
Brauereien könnte der Einstieg der Japa-
ner auch Chancen bieten. In Deutschland
ist im Zuge der SABMiller-Integration da-
mit zu rechnen, dass die Kölner Nieder-
lassung weitestgehend wegrationalisiert
wird. Eine Integration der heute über-
schaubaren Peroni- und Grolsch-Mengen
in die von Belgien aus gesteuerte AB InBev
Deutschland-Einheit birgt wenig Charme.
Auch vor diesem Hintergrund haben sich
diverse nationale Player bereits in Stellung
gebracht. Darüber hinaus dürfte der Car-
ve-out in Deutschland – wie auch der AB
Inbev/SABMiller-Deal insgesamt – wenig
Spuren hinterlassen.

Genauer werden da schon Heineken
und Carlsberg hinschauen, die sich nun
auch in einigen heimatlichen Gefilden mit
einem „neuen“, derzeit noch schwer greif-
baren Wettbewerber auseinandersetzen
müssen. Egal, wie schnell Asahi weitere
Schritte folgen lässt: In den von Großkon-
zernen in jüngsten Jahren eher vernach-
lässigten europäischen Biermarkt kommt
definitiv Bewegung.

**Qualität
gesucht?**
für Vorträge, Präsentationen,
Meetings,
Kundengespräche... www.brauwelt.de – Brau-Archiv