



Chronique Bourse de Jean Jacques Batard

Les coulisses de l'inaccessible *Au pays de l'or blanc*



Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

Les marchés financiers sont parfois déconcertants. Certaines petites sociétés accèdent avec ferveur à la cote tandis que des mastodontes familiaux ou étatiques s'en tiennent sagement à l'écart. En novembre 2015, le boulanger alsacien Poulailion, inventeur de la Moricette, un petit pain dérivé du bretzel, s'est introduit sur Alternext en levant 6,14 Millions €. Plus récemment, l'artisan glacier Ô Sorbet d'amour a même placé 0,64% de son capital pour seulement 64.838 euros sur le marché libre. A l'inverse, des colosses mondiaux comme Ikéa, Auchan, Lidl, Chanel ou le géant pétrolier Saudi Aramco prospèrent loin du tumulte de la Bourse. Partons à la découverte de deux grands acteurs non cotés de l'industrie laitière: Lactalis et Sodiaal. Pour assurer leur développement, nous verrons qu'il leur faut souvent redoubler d'audace et d'imagination pour trouver des solutions de financement originales et souvent méconnues.

Lactalis, le Petit Lavallois devenu Président



Gustaf de Laval (1845-1913), ingénieur suédois descendant d'émigrés français, développa la machine à traire, commercialisée aujourd'hui sous le nom DeLaval. Surfant sur les inventions de Gustaf, le Mayennais Emmanuel Besnier, lui aussi de Laval, a pour sa part propulsé son groupe familial Lactalis au rang de numéro 1 mondial du lait et de leader européen des fromages. Son grand-père André Besnier se lance dans l'aventure le 19 octobre 1933 avec 1 salarié, 35 litres de lait collectés et seulement 17 camemberts le premier jour. Lumineuse idée que ce fromage à croûte fleurie, future star graphique de nos présentations Powerpoint, décrit par Clemenceau comme «Cet autre ami des hommes aux heures difficiles» parce qu'il se faufilait parfois dans la ration de combat des poilus. Avec ses marques de qualité «Le Petit Lavallois» et «Le Voyageur», puis une diversification judicieuse dans le beurre et le lait en bouteille de verre, l'ancien fabricant de barattes rencontre très vite le succès. Quand André Besnier décède subitement en 1955, son fils Michel prend la relève à seulement 27 ans. Passionné et visionnaire, le jeune bâtisseur va rapidement esquisser son modèle économique.

En 1968, en fin stratège du marketing soucieux de sa notoriété, Michel Besnier découvre que le nom Président n'a jamais été déposé, probablement pour ne pas porter ombrage au Général. Comme il le précise à ses collaborateurs «La France est le pays des présidents, tout le monde est président, de l'association de pêche, des boulistes ou des anciens combattants !». Président est aussitôt porté sur les fonts baptismaux, avec une étiquette haut de gamme, tranchant avec les illustrations artistiques pleines d'humour des décennies précédentes. J'avoue une authentique nostalgie envers l'étiquette du camembert «Le Voyageur » de mon enfance. La vedette est un bon vivant s'apprêtant à casser la croûte dans un train arrêté en rase campagne. Trois vaches attendrissantes regardent ce fumeur de pipe bedonnant et aux joues rouges brandir sur la pointe de son couteau une part du généreux fromage qu'il va déguster avec un quignon de pain et une bonne bouteille de rouge. La marque Président, futur porte-étendard du groupe, rompt avec cette légèreté et vise désormais la sobriété. Arborant ses trois blasons et sa couronne de lauriers dorée, Président va bientôt conquérir l'Hexagone avant de partir plus tard à l'assaut de la planète.

Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

Au fil des ans, les créations d'usines et les rachats de sociétés se multiplient. Besnier s'implante aux Etats-Unis en 1981 puis en Espagne en 1983. En 1987, le chiffre d'affaires s'élève à 8,8 milliards de francs pour 194 millions de bénéfices. Pour aller encore plus haut et plus vite, Besnier acquiert Bridel et Valmont en 1990, les fromageries Girod, leader du reblochon en 1991, puis reprend à Source Perrier, contrôlée par Nestlé, 57 % des Caves de Roquefort pour 863 millions FRF en 1992 sur la base de 40 fois les bénéfices 1991. Avec le fromage Roquefort Société, fleuron de la gastronomie française, Besnier s'installe dans la cour des grands en Europe. Le chiffre d'affaires 1993 atteint déjà 24 milliards FRF. C'est ensuite la conquête de l'Ukraine et de la Russie. Besnier opte pour un nom plus international et devient Lactalis en 1999. L'histoire va alors cruellement se répéter. Michel Besnier, décède d'une crise cardiaque en juin 2000. Son fils Emmanuel reprend aussitôt le flambeau à 29 ans et partage le capital avec son frère Jean-Michel et sa sœur Marie. Le jeune entrepreneur va encore accélérer le rythme de l'expansion. En 2006, c'est le rachat de Galbani, leader des fromages en Italie, puis la conquête de Célia, le fabricant du Chaussée aux Moines, connu pour ses spots chantés sur un air liturgique et imaginés par l'ancien publicitaire Thierry Ardisson. L'année 2011 marque un tournant significatif. Pas le temps de ruminer l'échec de la reprise d'Entremont et d'une partie de Yoplait, Emmanuel Besnier lance aussitôt une OPA victorieuse sur Parmalat, un des fleurons de l'économie italienne, après avoir ramassé en Bourse 28,9% du capital depuis 2008. Mais avec une dette qui s'élève déjà à 3,6 Milliards d'euros, la partie est loin d'être simple.

Afin de boucler le financement de Parmalat, Lactalis doit dévoiler son organisation et le détail de ses comptes. Au titre de 2010, le résultat brut d'exploitation (EBITDA) totalise 994 millions € et le bénéfice net atteint 308 millions, pour un chiffre d'affaires de 10,4 milliards d'euros, le tout publié et commenté exclusivement en italien. C'est officiellement la Sofil (Société pour le financement de l'industrie laitière), le bras armé du groupe, qui lance l'OPA à plus de 3 milliards sur le Transalpin. Plusieurs banques françaises et italiennes participent au tour de table. Même si Lactalis n'est pas coté ni suivi par les agences de notation, les marchés financiers n'effraient pas pour autant le conquistador mayennais. Emmanuel Besnier profite alors du nouveau dispositif des placements privés pour diversifier sa dette. Une opération obligataire d'un montant cumulé de 507 millions d'euros est façonnée en décembre 2012 par Société Générale auprès d'institutionnels : 128,5 Millions à 3.15%, 22 millions à 3.45% et 356,5 Millions à 3.75% remboursables respectivement les 19 décembre 2017, 2018 et 2019. Les émissions Lactalis portent le nom de B.S.A. (ex Besnier SA), une entité détenue à 100% par la famille. On retrouve ces obligations privées sur la cote luxembourgeoise (Ex : BSA 3.15% 19 /12/2017-FR0011379957).

Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

Les négociations sont en réalité inexistantes puisque les investisseurs ont choisi de les porter à échéance. Parmi les porteurs, très difficiles à identifier, j'ai examiné le Fonds Fédérés Core Euro Crédit 2018 qui a souscrit une tranche de 20 millions d'euros. L'examen du rapport annuel 2014 de ce FCP nous éclaire sur le groupe Lactalis : 16,2 milliards de chiffre d'affaires, 4,621 milliards de capitaux propres, 1,601 milliard d'Ebitda ainsi qu'une dette nette de 3,055 Milliards soit 68% des fonds propres et 191% de l'EBITDA, qu'il convient évidemment de suivre comme le lait sur le feu. A travers la Sofil, Lactalis possède par ailleurs depuis les années 90 une précieuse participation de 766 millions € dans son concurrent Fromageries Bel. Ce dernier présente une structure de capital originale: les familles fondatrices détiennent plus de 70 % du capital et Sofil-Besnier 24,1%. La présence en Bourse de Fromageries Bel n'est donc plus qu'anecdotique. Pour Lactalis, c'est en revanche un excellent placement. L'action Bel a progressé de 116% sur 3 ans et de 205% sur 5 ans (Bel : 463 euros le 11/03/16). Un jour viendra où Lactalis cherchera à monnayer cette sublime chevauchée de La Vache qui rit.

Emmanuel Besnier navigue entre le siège parisien de BSA dans la Tour Montparnasse et celui de Lactalis à Laval, au coeur du croissant d'or du lait. Dans son fief d'Entrammes, à deux pas de l'abbaye cistercienne qui inventa le célèbre Port-Salut (désormais fabriqué par Bel), il profite occasionnellement des plaisirs de la chasse au grand gibier. La véritable chasse se situe sur la voie lactée du grand monopoly industriel. Lorsqu'une occasion se profilera dans les fromages ou les yaourts, Lactalis sortira inévitablement du bois. Il ne serait pas surprenant qu'il porte un jour son dévolu sur le britannique Dairy Crest et son cheddar Cathedral City. Avec une valorisation boursière d'environ 1 milliard d'euros, Dairy Crest Group suscitera tôt ou tard un élan de convoitises. Lactalis présente le profil idéal pour lancer une offre sur la firme du Surrey, promise à une forte croissance de ses marques en Europe. Une chose est certaine, même si 70 % du chiffre d'affaires sont désormais réalisés à l'international, l'introduction en Bourse de Lactalis ne semble pas imminente. La fratrie est parfaitement soudée et liée par un pacte successoral jusqu'en mai 2017. Jean-Michel Besnier, exploitant forestier du Domaine des grandes loges, et sa sœur Marie, spécialisée dans le design, sont associés aux décisions stratégiques et pas disposés à lâcher l'affaire. Hermès n'est entré en Bourse qu'en 1993, par la petite porte du Second Marché. Alors, Lactalis attend peut être sagement son heure.

Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

SODIAAL, l'autre géant du lait



Sodiaal vous est probablement moins familier que ses marques Yoplait, Candia, Cœur de Lion ou Entremont. C'est un groupe coopératif au service de 13200 producteurs : 4,8 milliards de litres de lait collectés en 2014 pour un chiffre d'affaires de 5.4 milliards d'euros. La grande aventure commence en 1964 avec la création de la Sodima par six coopératives régionales. Ensemble, elles lancent les marques Yoplait en 1965 puis Candia en 1971. La Sodima devient ensuite Sodiaal en 1990. Après quelques années émaillées de difficultés, le premier groupe coopératif français se voit contraint en 2002 de s'allier pour sauver Yoplait, son joyau à la petite fleur. Celui qui a chamboulé le marché de l'ultra frais en lançant dès 1974 le premier yaourt à boire avec Yop s'entend dire par de nombreux prétendants, sur le ton décalé de sa propre publicité : « Passe- moi ton Yop !! ». Au final, PAI Partners empoche 50% de Yoplait pour 80 millions d'euros. Après avoir injecté 200 millions en 8 ans, les financiers souhaitent se désengager dès 2010. Sodiaal vient tout juste de boucler le rachat très politique d'Entremont pour 25 millions d'euros et ne peut que choisir le futur partenaire, son franchisé américain General Mills. Pour 810 millions d'euros, ce dernier rafle 51% du capital de Yoplait, à la barbe de Lactalis. Frères de lait mais surtout frères ennemis, Sodiaal et Lactalis se livrent un combat sans merci. Le match Lactel-Candia se joue au quotidien dans les linéaires de la grande distribution.

Chez Sodiaal, pas d'actionnaires familiaux, mais des milliers d'agriculteurs sociétaires. Le président Damien Lacombe en est une parfaite illustration. Pas la peine de lui expliquer les affres d'une filière laitière qui va de mal en pis. L'homme exploite un cheptel de Prim'Holstein à Camboulazet dans l'Aveyron. Fin mars 2015, quand Bruxelles balaye la manne des quotas laitiers, instaurés en 1984, il devine que les prix s'orienteront à la baisse. En effet, le cap des 300 euros les 1000 litres est rapidement atteint, inférieur aux coûts de production. Le décrochage n'est pas un simple caprice des dieux mais une crise majeure. En 2015, les importations de fromages ont fondu de 36% en Russie, celles de poudre de lait ont reculé de 50 % en Chine. Sur les onze premiers mois, le recul des prix a été significatif : beurre : -13%, sérum : -25% ... Etrange planète où les producteurs du Moyen-Orient dynamitent à leurs dépens les cours de l'or noir tandis que les Etats désunis occidentaux s'acharnent à déstabiliser les prix de l'or blanc, au grand désarroi de leurs agriculteurs.

Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

Même si la philosophie coopérative de Sodiaal diffère de celle de Lactalis, les problématiques financières ne sont guère éloignées. Tout nouvel adhérent doit souscrire un montant de parts sociales sur la base de la valorisation de sa production. En contrepartie, Sodiaal lui verse chaque année un intérêt faible mais certain. En 2013, 2,7 millions d'euros ont été déboursés pour rémunérer les sociétaires et 4,1 millions affectés aux ristournes sous forme de nouvelles parts. Les éleveurs recherchent toutefois en priorité un accompagnement, une valorisation sur le long terme de leur activité. Chez Sodiaal, les réserves avoisinent les 480 millions d'euros mais ne sont pas distribuables. Elles constituent le socle du financement du groupe. Autrefois, l'endettement était exclusivement bancaire mais à partir de 2012 les placements privés sont également apparus au bilan. En théorie, Sodiaal aurait pu songer à des titres participatifs, imaginés au début des années 80 pour faciliter le financement des sociétés nationalisées ou coopératives. Parmi ces dernières, l'Union laitière Normande, les Coopérateurs de Champagne, et la CANA d'Anceis (devenue Terrana) testèrent cette dette perpétuelle assimilée à des fonds propres.

Mais la dernière opération de ce type datant de presque 30 ans, il eût été délicat pour Sodiaal d'y recourir. Comme Lactalis, Sodiaal réalise alors trois opérations sur le marché des Euro-PP. Parmi les souscripteurs d'une émission à 3.74% sur 5,5 ans (FR0011542943) on retrouve Fédéris Core Euro Crédit qui nous éclaire sur les comptes 2014 de Sodiaal : 4,6 milliards de chiffre d'affaires, 600 millions de capitaux propres, un Ebitda de 122 millions, une dette nette de 106 millions soit 20% des capitaux propres. Ces titres sont admis pour la forme à la Bourse de Luxembourg. Par ailleurs, Sodiaal boucle en 2013 sur 5 et 7 ans une opération spécifique de 100 millions d'euros sur le marché des « Schuldscheine ». Très méconnu en France, cet instrument hybride de droit allemand, situé entre le crédit et l'obligation, était traditionnellement utilisé par les Länder. Le Schuldschein, qui matérialise une créance sans constituer une valeur mobilière, a progressivement conquis les émetteurs privés et les investisseurs, principalement les caisses d'épargne d'Outre-Rhin. Les avantages sont significatifs et appréciables: documentation simplifiée, discrétion, pas de recours aux agences de notation. Une certitude: Sodiaal ne pourra jamais viser la Bourse et doit muscler en permanence ses fonds propres pour accéder à des financements diversifiés: crédit bancaire permanent, Schuldschein, Euro PP. Après la reprise de 3A en 2014, le rapprochement avec la Coopérative Laitière de Haute-Normandie est actuellement sur les rails. Affaire à suivre.

Les coulisses de l'inaccessible - Au pays de l'or blanc

Les grandes entreprises orchestrent leur capital de différentes manières. Il y a les classiques comme Air Liquide avec 400.000 actionnaires individuels ou les plus originales, à l'image de la chaîne de restauration Hard Rock Café, détenue depuis 2006 par la tribu indienne des Séminoles de Floride. On recense aussi les coopératives comme Sodiaal avec leurs cohortes de sociétaires ou les nombreuses entreprises familiales non désireuses de s'ouvrir à des tiers. Lactalis ne l'a jamais fait à une exception près, quand Besnier avait racheté la société Claudel-Roustang à Nestlé en 1985. Le groupe suisse avait alors acquis 20 % du capital du français avant d'en sortir deux ans plus tard. Une introduction boursière du géant mayennais supposerait une acquisition d'envergure internationale mais surtout un état d'esprit vivifié en matière de communication. Son concurrent fromager Savencia (ex Bongrain) doit ainsi publier et commenter chaque trimestre ses résultats. Chiffre d'affaires, marge brute, résultat opérationnel et endettement sont scrutés à la loupe par des investisseurs exigeants, soucieux d'engranger de copieux dividendes. Lactalis cultive en principe le régime allégé 0% dividende en imputant l'intégralité des bénéfices en réserves. Les marchés n'apprécieraient guère de telles pratiques fort louables, vouées à l'investissement et aux périodes de vaches maigres. Les trois actionnaires ne sont en définitive milliardaires que sur le papier et demeurent de sages contribuables français.

Le discret grand patron ne fréquente jamais les plateaux de télévision et fuit la jet-set. Son camembert Président attire davantage les projecteurs puisqu'il a déjà côtoyé malicieusement en 2012 les desserts caramélisés Flanby (co-entreprise Lactalis Nestlé produits frais) dans un supermarché ! Mario Draghi doit aussi une fière chandelle à l'empereur du camembert. En effet, Silvio Berlusconi s'était résolu en 2011 à accepter son OPA sur Parmalat à condition que la France soutienne le futur super Mario plutôt que l'allemand Axel Weber pour la présidence de la BCE. Emmanuel Besnier se contente d'exercer avec sérieux son métier d'entrepreneur, point final. Il savoure chaque jour la chance précieuse de pouvoir réaliser à sa guise le rêve tout simple auquel le Président Obama admet avoir renoncé: pique-niquer incognito en famille dans le cadre pittoresque de la place des Vosges à Paris.

Achevé de rédiger le 11 Mars 2016