

Corrigé ICE-NYSE

1 – Environnement 2012 propice aux rapprochements car

- Marché encore fragmenté (géographiquement, marchés actions, taux, commodities..., marchés comptant et dérivés...) reposant sur des technologies (plateformes de compensation...) proches
- Augmentation de la pression réglementaire et des exigences clients (sécurité, services...)
- Concentration des grands clients (grandes institutions financières...)
- Creux conjoncturel/cyclique sur les marchés taux et marchés actions encore convalescents
→ possibilité de parier sur la reprise

2 – Analyse financière ICE

- Marges
 - Croissance CA environ 10% par an principalement par croissance interne (sauf 2010 avec Climate Exchange)
 - Marges très élevées (principales charges = frais administratifs → personnel...) avec une marge d'exploitation de plus 60%
 - Effet ciseau positif (gestion des frais administratifs)
- Investissements
 - Principaux investissements = marques (90% de l'AE) ; cf politique de croissance externe
 - Investissements industriels inférieurs aux dotations aux amortissements, bien que croissants
 - BFR négatif (faiblement)
- Financement
 - Société très faiblement emprunteuse devenant placeuse nette car forts FTE et investissements limités → FTD élevés permettant versement de dividendes et constitution d'un matelas de trésorerie
 - La société s'est néanmoins dans la période constitué des marges de flexibilité (endettement MT accru et trésorerie très importante de plus de 2 Mds USD) et une capacité à saisir des opportunités (acquisitions...)
- Rentabilité
 - Rentabilité de l'AE élevée du fait des marges fortes, supérieure sans aucun doute au coût du capital (coût des capitaux propres = 8,7%...)
 - Effet de levier négatif car placeuse

3 – Analyse financière NYSE

- Marges
 - Baisse du CA (-20% sur 3 exercices) suite à des cessions (cf flux de désinvestissements)

- Amélioration forte des marges, probablement suite aux cessions d'activités moins rentables → doublement de la marge d'EBE qui reste très inférieure à celle de ICE ; toutefois effet de ciseau négatif en 2012 (hausse des frais administratifs)
- Investissements
 - Investissements industriels en baisse et devenant inférieurs aux dotations aux investissements
 - Politique de cessions à partir de 2010
 - AE composé à 80% d'incorporels (cf ICE)
 - BFR fortement négatif et se maintenant vers -30/-40j
- Financement
 - Groupe fortement endetté (D/EBE supérieur à 5) malgré un désendettement sensible sur la période (ratio D/EBE de l'ordre de 10 en début de période)
 - Désendettement résultant, malgré rachats d'actions et distributions de dividendes (pour « plaire aux actionnaires » ?), de l'amélioration des FTE, des faibles investissements et des cessions
- Rentabilité
 - Faible rentabilité de l'AE, sûrement inférieure au coût du capital
 - Effet de levier néanmoins positif car faible coût de l'endettement

4 – analyse boursière ICE

- Action peu volatile ; cf bêta de 0,9
- PER élevé, en baisse tendancielle au fur et à mesure que les taux de croissance deviennent moins importants
- PBR largement supérieur à 1 traduisant la très bonne rentabilité des KP
- Société ne distribuant pas de dividendes → la rentabilité perçue par l'actionnaire résulte de l'appréciation de l'action (toutefois faible – environ 4,5% par an – en regard du taux de rentabilité exigé → anticipation de moindre croissance ?)

4bis – analyse boursière de NYSE (j'ai exclu 2009)

- PER plus faible que ICE (le niveau de 2012 s'explique plutôt par la baisse des résultats...) : moindres perspectives de croissance ; l'amélioration des marges ne s'est pas traduite par une hausse du PER
- PBR voisin de 1 malgré faiblesse de la rentabilité → anticipation de meilleures performances ?
- Rendement élevé (près de 5%) mais en contrepartie une action dont la valeur stagne

5 – Analyse comparée

- Appréciation d'ICE par le marché (PER, PBR) traduit des performances meilleures rentabilité de l'AE) et une croissance plus soutenue. L'évolution des cours de bourse est sans appel. Depuis janvier 2009 alors que NYSE Euronext est passé de 30 à 24, ICE est passé lui de 30 à 44. Les marchés ont voté.

6 – Initiateur probable

- ICE car marges plus élevées, meilleure dynamique de croissance et moyens financiers/flexibilité (2 Md\$ de cash, endettement net négatif)

7 – Introduction d'une part de cash

- Avantages
 - Limite dilution des actionnaires de l'initiatrice
 - Aspects psychologiques = proposer du cash
 - Signal positif (cours de l'initiateur sous-évalué)
 - Accroît la relation du BPA de l'initiateur
- Inconvénients
 - Réduit puissance financière de l'entité fusionnée vs paiement 100% en titres
 - Augmente le levier alors qu'avant tout endettement d'acquisition le ratio D/EBE est de l'ordre de 2,2

8 – Acquisition à 100% par dettes

- Si ICE acquiert NYSE à valeur de marché (USD 5,8 Mds) en se finançant à 100 % par endettement, endettement net du groupe post acquisition = $-0,6 + 4,6 + 5,8 = 9,8$ Md\$ pour un EBE de $0,96 + 0,87 = 1,83$ Md\$ → ratio D/EBE supérieur à 5, donc élevé ; alors même qu'aucune prime de contrôle n'a été prise en compte. Ratio encore plus élevé si NYSE acquiert ICE dont la valeur est plus élevée, induisant une prime de contrôle potentiellement plus élevée exprimée en M\$.
- Acquisition à 100% en dettes paraît quasiment impossible.

En réalité à la date d'annonce de l'offre (décembre 2012) la prime offerte par ICE sur le cours de bourse de NYSE Euronext était de 38 % et une contre valeur de 8,2 Md\$.

A la date de réalisation de l'offre (novembre 2013), ICE a payé NYSE Euronext pour 11,1 Md\$ (le cours de ICE avait monté dans l'intervalle), dont 25 % en cash représentant la majeure partie des liquidités disponibles au sein de ICE et de NYSE Euronext, sachant qu'elles devaient être grossies quelques trimestres après du produit de la vente par introduction en bourse de Euronext (845 M€).

9 – Evaluation des synergies

- Actualisation des flux additionnels futurs au coût du capital du secteur qui correspond au coût du capital de ICE ou de NYSE Euronext qui sont dans le même secteur d'activité. Comme les données ne sont fournies que pour ICE, le coût du capital retenu sera celui de ICE. Compte tenu de la faiblesse de la trésorerie nette de ICE ((635 M\$) par rapport à sa capitalisation boursière (9 330 M\$), on assimilera le coût des capitaux propres au cout du capital
- En supposant synergies dès année 1 et constantes ($300 \times 0,65 = 195$) actualisées à 8,7%, on obtiendrait 2241 M\$.
- Si on prend les PER des deux sociétés (14,9 pour ICE et 10,2 pour NYSE) on obtient une valeur des synergies de 2 000 à 2 700 M\$.
- Dans la pratiques les synergies sont évaluées sur la base d'un PER plus faible que celui des chacune des sociétés partie prenante car tôt ou tard tout ou partie des synergies sera

données aux clients, voire aux salariés ou fournisseurs. De la même façon dans le calcul par actualisation des flux de trésorerie disponible, il n'est pas réaliste de maintenir constant le montant des synergies.

- On prendra ici, à but calculatoire, l'hypothèse de synergies valant 2500 M\$

10 – Valeur maximale

- Valeur maximale = valeur des KP de NYSE (5,8) augmentée de 100% de la valeur des synergies → 8,3 MdsUSD

11 – Impact sur BPA

- Cf tableur
- Hors prime PER ICE voisin de PER NYSE → normalement pas d'impact sur BPA
- Prime → PER implicite de NYSE, prime incluse < PER ICE → normalement relation du BPA
- Relation du BPA du fait des synergies ; la relation est d'autant plus faible que la prime est forte
- Relation plus forte en cas de paiement 100% en cash car l'inverse du PER (de NYSE Euronext) est supérieur au taux d'intérêt de la dette après IS ($4\% \times (1-35\%) = 2,6\%$, $1/(10,2 \times 1,4) = 7\%$) alors que l'écart des PER, avec une prime de 40 % est faible $14,9$ et $10,2 \times 1,4 = 14,3$.
- Niveau d'endettement paraît acceptable (un peu élevé si 33% en cash) – cf ratio D/EBE -, mais à condition que les synergies soient là...

12 – Partage de la valeur créée

- Cf tableur
- Nota : répartition création de valeur 50/50 si prime = 7,5%
- Plus prime élevée plus le partage de valeur est en faveur des actionnaires de NYSE
- 40% est proche de la limite car prime = 2,3 Md\$ pour une valeur estimée des synergies de 2,5 Md\$

13 – Cours théorique

- Cf tableur
- Augmentation du cours d'autant plus faible que prime élevée (ie attribution d'une QP élevée de la création de valeur aux actionnaires de NYSE) → cohérent avec Q12

14 – OPA non sollicitée ?

- Avantages
 - Rapidité de mise en œuvre post fusion
 - Choix ouvert entre une présentation type fusion d'égaux et création d'une culture partagée, mix des deux cultures d'entreprise, ou une acquisition avec une culture qui s'impose.
- Inconvénients

- Risque plus important d'échec de l'opération (stratégies de défense...) et en tout état de cause opération plus longue à finaliser
- Non-alignement du management des deux sociétés pour estimation des synergies
- Changement de management de la cible → risques d'exécution accrus ?
- Risques d'image ?

15 – Annonce dividende ICE

- ICE ne versait pas de dividendes à l'opposé de NYSE → permet de proposer aux actionnaires de NYSE le maintien d'une politique de distribution (facilite succès de l'opération)
- Dans l'absolu pour ICE augmentation du dividende (instauration d'une politique de dividende) = signal positif sur perspectives de croissance et sur mise en œuvre de synergies