

AOÛT 2024



RAPPORT MENSUEL

HEC
Bourse

PRÉPARÉ PAR ADAM BERNABEU, YERVANT
KOUYOUMJIAN, VICTOR BERTRAND, LÉA
BACONNIER ET MALO INIZAN



SOMMAIRE

RAPPORT DE MARCHÉS

PRÉPARÉ PAR ADAM BERNABEU ET YERVANT KOUYOUMJIAN

- RAPPORT D'ACTUALITÉ **3**
- LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES **5**

RAPPORT EN FUSIONS & ACQUISITIONS

PRÉPARÉ PAR MALO INIZAN, VICTOR BERTRAND, ET LÉA BACONNIER

- ANALYSE DE TRANSACTIONS EN F&A **7**
 - ACQUISITION DE *ENLINK MIDSTREAM* PAR *ONEOK*
 - ACQUISITION DE *AXA IM* PAR *BNPP*
- PRÉSENTATION DE MÉTIERS **11**
- NOTE D'ACTUALITÉ **13**



Rapport d'août

EN BREF

- *Le mois d'août a été marqué par une forte volatilité sur les marchés financiers mondiaux, en raison de l'évolution des opinions sur les marchés concernant une potentielle récession aux États-Unis.*
- *La Fed a indiqué qu'elle allait bientôt assouplir sa politique monétaire.*
- *La candidate démocrate à la présidence des États-Unis, Kamala Harris, a regagné en popularité face à son rival Donald Trump, atténuant les craintes d'une guerre commerciale et de réductions d'impôts excessives.*
- *Dans l'ensemble, les craintes estivales se sont apaisées à la fin du mois et les pertes du début ont été compensées.*

Le mois d'août a commencé par un regain de volatilité provoqué par la conjonction des craintes relatives à la croissance américaine, de la normalisation des actions des grandes sociétés technologiques et du dénouement des opérations de portage (*carry trades*)* sur le yen japonais. L'indice VIX* a triplé en une seule journée, avant de revenir à ses niveaux habituels. Les craintes d'un *hard landing* aux États-Unis ont été provoquées par le maintien de taux d'intérêt élevés par la Fed à la fin du mois de juillet, tandis que le dénouement des *carry trades* est la conséquence de la hausse de 25 points de base de la Banque du Japon qui visait à apaiser les tensions sur l'USD/JPY.

Cela a provoqué une chute boursière qui a conduit à la pire performance des actions japonaises depuis le lundi noir de 1987, et qui a entraîné les principaux indices américains (S&P 500, Dow Jones, Nasdaq Composite) et les principaux indices européens (STOXX 600, DAX, CAC40) dans le rouge.

**Explications à la page suivante*

Les préoccupations en matière de qualité, dues aux perspectives économiques, ont conduit les investisseurs à choisir des actifs moins risqués, ce qui a entraîné une augmentation des rendements sur les marchés des titres à revenu fixe. L'indice Bloomberg Global Aggregate Index (qui mesure les performances du marché obligataire américain) a augmenté de 2,4 % le mois dernier. Les bénéfices des entreprises ayant continué à augmenter au niveau mondial, les marchés du crédit se sont également bien comportés, les obligations mondiales de première qualité (obligations notées BBB- et plus) ayant progressé de 1,9 % en août. Les données économiques américaines ont été plurielles au cours du mois dernier, déconcertant les investisseurs quant à la suite des événements. Bien que les ventes au détail aient progressé en juillet, le taux de chômage a augmenté pour atteindre 4,3 %.

Néanmoins, une volatilité accrue n'est pas inhabituelle durant l'été, car les volumes échangés sur le marché sont faibles. Heureusement, l'action du marché depuis ce revers suggère qu'il s'agissait plutôt d'un mouvement « technique » du marché - en particulier après le dénouement des opérations de portage - et pas encore le présage d'une crise financière. Le fait que l'or ait atteint son plus haut niveau historique, ce qui fait qu'un lingot d'or vaut plus d'un million de dollars, témoigne d'une nervosité persistante.

En ce qui concerne les perspectives à long terme, les investisseurs ont reçu de meilleures nouvelles au fil du mois. Jerome Powell, le président en exercice de la Réserve fédérale, a indiqué que la Fed réduirait probablement ses taux d'intérêt prochainement. Cela a apaisé les craintes que les taux d'intérêt élevés ne provoquent une récession aux États-Unis.

Source : Alt21



*Qu'est-ce qu'un carry trade ?

Des yens sont empruntés, puis échangés contre des USD. Les USD sont ensuite investis, produisant des intérêts plus élevés que ceux nécessaires au remboursement du premier prêt. L'opérateur engrange les bénéfices qui en résultent.

Source : Federal Reserve of St. Louis



*Qu'est-ce que l'indice VIX ?

Le VIX est l'indicateur le plus couramment utilisé pour évaluer la volatilité de l'indice S&P 500. Il s'agit d'une moyenne de la volatilité annualisée des options de vente et d'achat sur l'indice S&P 500 sur les 30 derniers jours.

Les petites entreprises ont été faibles et les valeurs énergétiques ont chuté. L'indice Russell 2000 est tombé bien en dessous de son pic de juillet. La candidate démocrate Kamala Harris étant bien placée dans les sondages, les deux ont souffert, car le programme pro-pétrole et protectionniste de Trump a moins de chances d'être mis en œuvre.

Bien que la panique du début du mois d'août ait été rapidement maîtrisée, les données économiques américaines doivent être suivies avec attention, car des décisions de la Fed importantes à l'échelle mondiale doivent être annoncées.

TERME TECHNIQUE

LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Une tentative de définition

Une obligation convertible (OC) est un type d'obligation hybride qui peut être échangée par son détenteur contre des actions de l'entreprise émettrice pendant une période prédéterminée selon une parité de conversion prédéfinie. Ce nombre d'actions s'appelle le *conversion premium*. A l'origine, une OC fonctionne comme une obligation ordinaire : l'entreprise émet une dette qui va être acquise sur un marché par un créancier, pour une certaine somme qu'on appelle la *face value*, dette qui s'accompagne d'une autre valeur, le rendement (*yield*), qui correspond au pourcentage annuel de la face value qu'elle va payer en intérêt. Ce qui fait l'originalité de l'OC, c'est le fait que le détenteur de l'obligation peut décider de la convertir en actions de l'entreprise émettrice au lieu de rembourser le capital.

Pourquoi préférer une obligation convertible à une obligation classique ?

Pour la société, l'émission d'OC peut être plus avantageuse que l'émission d'actions ou d'obligations ordinaires. Comme les OC peuvent être converties en actions, et que l'investisseur peut profiter de l'augmentation éventuelle du cours du sous-jacent, le coupon offert par l'entreprise émettrice de l'OC est généralement plus faible que pour une obligation ordinaire. De plus, en cas de succès de l'opération, la société n'aura pas à rembourser la rentrée de fonds initiale. L'émission d'OC représente des montants très importants et est donc une occasion de lever des fonds importants.

Cependant, l'émission d'OC présente des inconvénients. Au moment de la conversion, l'entreprise perd l'opportunité d'attribuer à des actions leur valeur réelle, et donc de lever davantage de fonds si l'action vaut plus que leur prix de conversion à l'échéance. De plus, il existe un risque de dilution du capital, plus important encore si les actions de l'entreprise émettrice font l'objet d'une spéculation à la hausse.

D'autre part, les obligations convertibles permettent aux investisseurs de bénéficier d'une hausse éventuelle du cours de l'action avec la protection du statut de l'obligataire. L'avantage majeur de l'obligation convertible est de protéger contre la baisse du cours de l'action tout en permettant de profiter de sa hausse éventuelle.



Toutefois, l'une des contreparties de ces avantages est que le rendement de l'obligation convertible est inférieur à celui des obligations ordinaires. Le cours de l'obligation convertible, s'il n'est pas stimulé par le cours de l'action sous-jacente, est en général inférieur à son nominal et au cours des obligations ordinaires, ce qui peut entraîner une perte en capital en cas de vente avant l'échéance. Ceci est en partie compensé par les primes de remboursement - qui correspondent à la différence entre le prix de souscription de l'obligation et le cours de l'action qui lui est inférieur lors de l'émission.

En résumé, c'est l'incertitude par rapport au futur qui explique l'intérêt de ce produit hybride qu'est l'obligation convertible sur le marché : si on était certain du comportement futur des actions de l'entreprise, on échangerait uniquement des actions et des obligations.

En effet, si l'on s'attend à ce que le cours de l'action diminue, les investisseurs n'auront pas intérêt à convertir et se pencheront certainement sur des obligations ordinaires, plus rentables. Si l'on s'attend à ce que le cours de l'action augmente, les entreprises ont intérêt à émettre des actions à leur valeur réelle ou des obligations ordinaires pour éviter une dilution non souhaitée. Du côté des investisseurs, il est plus intéressant d'acheter directement des actions, dont l'acquisition sera plus rentable que celle d'actions obtenues grâce au ratio de conversion.

Obligation convertible et calcul de l'Enterprise Value

Du fait de leur caractère hybride, les obligations convertibles nécessitent une attention particulière dans toutes les opérations de comptabilité financière. Au passif du bilan financier, les obligations convertibles peuvent être comptabilisées soit dans la dette, soit dans les capitaux propres (*equity*), selon qu'elles soient considérées « *in the money* » ou « *out of the money* ». Si le prix de conversion des actions est inférieur au prix actuel des actions, l'obligation convertible est dite « *in the money* » car l'exercice de l'option de conversion serait profitable. Dans ce cas les obligations convertibles sont considérées comme faisant partie de la *Diluted Equity Value*, c'est-à-dire la valeur de tous les capitaux propres de l'entreprise en tenant compte de l'impact potentiel de la réduction de la part des actionnaires actuels du fait de l'émission de nouvelles actions. Mais si le prix de conversion est supérieur au prix actuel des actions (« *out of the money* »), alors les obligations convertibles sont considérées comme de la dette puisque l'option de conversion n'a aucun intérêt. Dans ce cas, l'obligation convertible est considérée comme de la dette, qu'il faut donc rajouter à l'EqV lorsqu'on calcule l'EV.

ONEOK ACQUIERT ENLINK MIDSTREAM

Détails de l'opération

Acquéreur : ONEOK, Inc

Cible : EnLink Midstream, LLC

Montant total de la transaction : \$2,9Mds

Date d'annonce : 28 août 2024

Date de clôture : 24 Septembre 2024

Conseillers de l'acquéreur : Goldman Sachs & Co, J.P. Morgan Securities, Tudor, Pickering, Holt & Co (Financier), Kirkland & Ellis (Juridique)

Conseillers de la cible : Greenhill & Co, Scotiabank (Financier), Latham & Watkins LLP (Juridique)

Détails de l'entreprise : ONEOK, Inc.

ONEOK, Inc. est une entreprise américaine spécialisée dans la collecte, le traitement, le transport et la commercialisation de gaz naturel et de liquides de gaz naturel (NGL), avec un vaste réseau d'infrastructures à travers plusieurs États américains.

Fondée en 1906, elle a son siège à Tulsa, en Oklahoma.

PDG : Pierce Norton

Nombre d'employés : 4,775

Capitalisation boursière : \$53,571Mds

Valeur d'entreprise: \$75,408Mds

Chiffre d'affaires: \$19,099Mds

EBITDA: \$5,242Mds

EV/Revenu : 3.9x

EV/EBITDA : 13.6x



Détails de l'entreprise : EnLink Midstream LLC

EnLink Midstream, LLC fournit des services dans l'industrie énergétique aux États-Unis, notamment dans la collecte, le traitement, le transport et la vente de gaz naturel, de liquides de gaz naturel, ainsi que de pétrole brut.

Fondée en 2013, elle a son siège à Dallas, au Texas.

PDG : Jesse Arenivas

Nombre d'employés : 1,072

Capitalisation boursière : \$6,637Mds

Valeur d'entreprise: \$12,862Mds

Chiffre d'affaires: \$6,833Mds

EBITDA: \$1,306Mds

EV/Revenu : 1.9x

EV/EBITDA : 9.2x



« ONEOK a une réputation de longue date en tant qu'entreprise intentionnelle dans la construction d'une infrastructure énergétique de premier plan, et les transactions d'aujourd'hui renforcent encore ce statut en ajoutant des actifs complémentaires qui nous permettent de continuer à développer et à étendre notre chaîne de valeur » Pierce Norton, PDG (ONEOK)



Deal Rationale

Établissement d'une plateforme intégrée à grande échelle dans le Permian Basin : L'acquisition de EnLink par ONEOK renforce sa présence dans le Permian Basin lui permettant de collecter 1,6 millions de barils par jour de gaz naturel (NGL) et de pétrole brut. Grâce à cette acquisition ONEOK espère proposer de nouveaux services aux producteurs grâce à une plateforme plus vaste et plus intégrée.

Expansion des activités : S'ajouteront aux activités actuelles d'ONEOK celles d'EnLink dans l'Oklahoma et au nord du Texas, où EnLink génère des flux de trésorerie très stables. ONEOK acquiert aussi une position stratégique en Louisiane, avec une importante capacité de fractionnement et de nombreux gazoducs directement reliés à des centres de demande clés.

Synergies

Synergies de revenus : L'intégration des actifs d'EnLink permet à ONEOK de maximiser les synergies de revenus, particulièrement dans la collecte de pétrole brut dans le Permian Basin et les actifs de traitement et de collecte de gaz naturel dans le Mid-Continent. L'intégration des systèmes de NGL (infrastructure dédiée à l'extraction, au transport et au traitement des liquides de gaz naturel extraits du gaz naturel) dans la région de la côte du Golfe permettra également d'optimiser les opérations et d'améliorer la rentabilité.

Synergies de coûts : L'acquisition des infrastructures d'EnLink permettra à ONEOK de réduire les coûts redondants et d'augmenter l'efficacité opérationnelle, notamment grâce à l'intégration des systèmes de collecte de gaz et de traitement dans le Mid-Continent. Les économies annuelles sont estimées entre 250 et 450 millions de dollars d'ici trois ans.

Risques

Risques d'intégration : L'un des principaux défis pour ONEOK sera d'assurer une intégration des actifs d'EnLink sans perturber les opérations en cours. La gestion efficace des transitions sera cruciale pour éviter les retards de production ou les interruptions de services aux clients.

Évolution de la demande industrielle : Bien qu'ONEOK anticipe une forte demande industrielle pour le gaz naturel et les NGL, cette demande pourrait être soumise à des fluctuations en fonction des dynamiques économiques mondiales ou des politiques énergétiques.



Transaction de M&A

BNP PARIBAS ACQUIERT AXA INVESTMENT MANAGERS

Montant total de la transaction : €5,1 Mds

Date d'annonce : 1er Aout 2024

Date de clôture : Mi-2025

Conseillers de l'acquéreur : Equipes internes, Freshfields Bruckhaus Deringer (Juridique)

Conseillers de la cible : JPMorgan et Zaoui & Co

Jeudi 1er août dernier, le leader du secteur bancaire français BNP Paribas a annoncé l'acquisition d'AXA Investment Managers, la filiale de gestion d'actifs du géant français de l'assurance pour 5,1 milliards d'euros. Parallèlement, la vente de Select, une gamme de solutions d'investissement d'AXA, à AXA IM pour 300 millions d'euros porte la valeur totale de cette transaction à 5,4 milliards d'euros. AXA a l'intention de compenser la dilution du résultat liée à la cession proposée par un rachat d'actions, actuellement estimé à 3,8 milliards d'euros, qui sera lancé immédiatement après la clôture de la transaction. Cette acquisition semble aller dans le sens des propos tenus par le Président Emmanuel Macron en début d'été sur le rapprochement potentiel des mastodontes du secteur bancaire français. La transaction devrait être finalisée d'ici mi-2025 sous réserve d'obtention des autorisations nécessaires.

Détails de l'entreprise : BNP Paribas

BNP Paribas est un leader européen des services bancaires et financiers présent dans 72 pays. En 2024, la banque desservait 30 millions de clients particuliers et de nombreuses entreprises. Elle offre une gamme complète de services, incluant la banque de détail, la banque d'investissement, et la gestion d'actifs. À travers BNP Paribas Asset Management, la banque gère des investissements pour des clients institutionnels et particuliers, avec un fort engagement envers les critères ESG.

PDG : Jean-Laurent Bonnafé

Nombre d'employés : 193 000

Capitalisation boursière : €71,07 Mds

Chiffre d'affaires : €12,270 Mds



Détails de l'entreprise : AXA

AXA est l'un des principaux groupes mondiaux dans les secteurs de l'assurance et de la gestion d'actifs. Présent dans plus de 50 pays, le groupe emploie environ 149 000 personnes. AXA Investment Managers (AXA IM), sa branche de gestion d'actifs, gère près de 844 milliards d'euros d'actifs, dont 480 milliards labellisés ESG intégrés, durables ou à impact.

PDG : Marco Morelli

Nombre d'employés : 2,700

Capitalisation boursière : N/A

Chiffre d'affaires : €1,516Mds



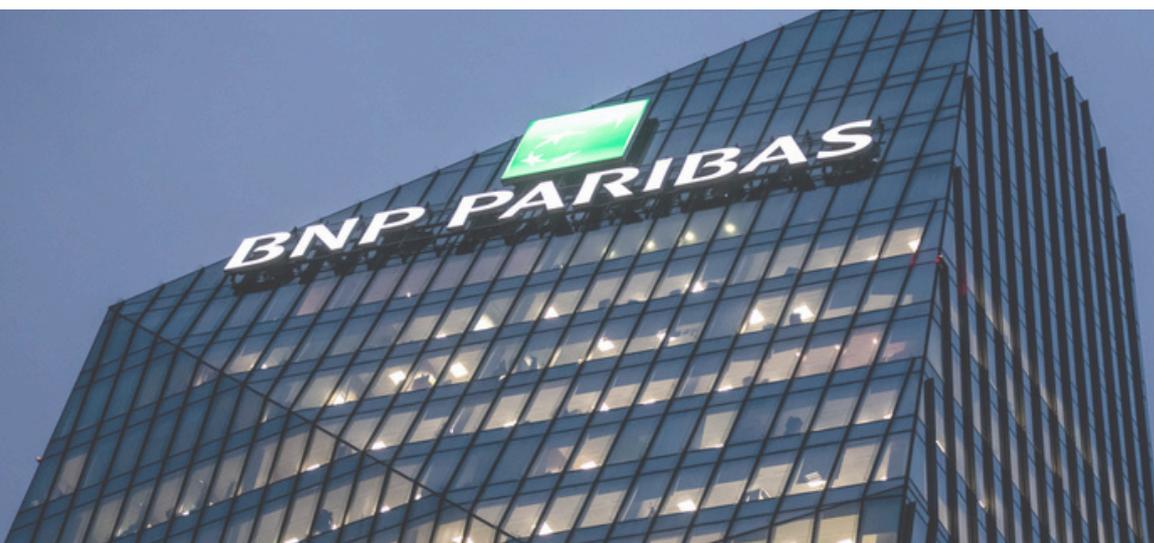
Thomas Buberl, CEO d'AXA, a déclaré: « By joining forces with BNP Paribas, AXA IM would become a global asset manager with a wider product offering and a mutual objective to further their leading position in responsible investing. This long-term partnership would provide AXA and its customers with continued access to a wide range of best-in-class investment solutions that would further strengthen our strategic ambitions in Life & Savings. »

Deal Rationale

L'acquisition d'AXA IM ferait de BNP Paribas l'un des leaders de l'asset management européen, avec 1,5 trillion d'euros d'actifs sous gestion, alors que le secteur bancaire reste secoué par l'affaire Credit Suisse qui a mené à son rachat par UBS le 1er juillet 2024. Ce rachat est également une manière pour BNP Paribas de l'avance d'AXA IM pour la gestion d'actifs respectant les normes ESG et dans les produits alternatifs. Pour BNP Paribas, dans un contexte où la pression liée à la gestion passive réduit la rentabilité des sociétés de gestion, l'acquisition de concurrents permet d'élargir leur base d'actifs et de réaliser des économies d'échelle. Pour AXA, ce deal intervient alors que l'entreprise poursuit sa stratégie de retour aux sources de son activité en misant sur la forte croissance du marché des assurances et particulièrement son activité AXA Life & Savings.

Risques

Cette acquisition comporte tout de même un double risque. Tout d'abord, les deux sociétés possèdent des gammes larges qui se recoupent en de nombreux endroits ; la rationalisation de la gamme va donc conduire à la fermeture de nombreux fonds et à une perte potentielle de talents. Finalement, Mathieu Caquineau souligne également sur Morningstar que « quant aux économies d'échelle générées par un tel regroupement, notre expérience montre que les investisseurs finaux en sont rarement les bénéficiaires à travers des baisses de frais de gestion ». A voir si ses prédictions se vérifieront, l'action de BNP Paribas ayant rebondi dans le mois d'aout après une fin de juillet difficile, démontrant une relative confiance des investisseurs dans le leader bancaire français.



TRAVAILLER EN M&A

Analyste en Fusions et Acquisitions (M&A)

Responsabilités : Un Analyste en Fusions et Acquisitions est chargé de réaliser des analyses financières et des modélisations de valorisation. Il effectue la due diligence sur les cibles potentielles d'acquisition (screening) et prépare des présentations et rapports (IM) pour la direction. Il peut aussi analyser les tendances du marché et les paysages concurrentiels pour fournir des insights précieux.

Compétences : Excellentes compétences analytiques et quantitatives / Maîtrise d'Excel et des logiciels de modélisation financière / Grande attention aux détails et capacité à travailler sous pression.

Échelle salariale : Niveau débutant : 70 000 \$ - 100 000 \$ par an, selon l'entreprise et la localisation.

Associé en Fusions et Acquisitions (M&A)

Responsabilités : Un Associé en Fusions et Acquisitions dirige les processus de due diligence et coordonne les parties prenantes. Il développe des modèles financiers complexes et des analyses de valorisation tout en aidant à la préparation de pitch books et présentations pour les clients. Il gère aussi les analystes juniors et leur offre un mentorat.

Compétences : Compétences avancées en modélisation financière et valorisation / Excellentes compétences en communication et relations interpersonnelles pour les interactions avec les clients / Capacité à gérer plusieurs projets simultanément.

Échelle salariale : Niveau intermédiaire : 100 000 \$ - 150 000 \$ par an, avec des primes pouvant augmenter considérablement la rémunération totale.

Manager en Fusions et Acquisitions (M&A)

Responsabilités : Un Manager en Fusions et Acquisitions supervise l'exécution des transactions M&A du début à la fin. Il est en contact avec les clients, les équipes juridiques et d'autres conseillers tout au long du processus. Il développe et met en œuvre des stratégies M&A et encadre le personnel junior.

Compétences : Compétences solides en leadership et gestion de projets / Connaissance approfondie des processus et réglementations M&A / Excellentes compétences en négociation.

Échelle salariale : Niveau intermédiaire à senior : 150 000 \$ - 200 000 \$ par an, plus des primes de performance.

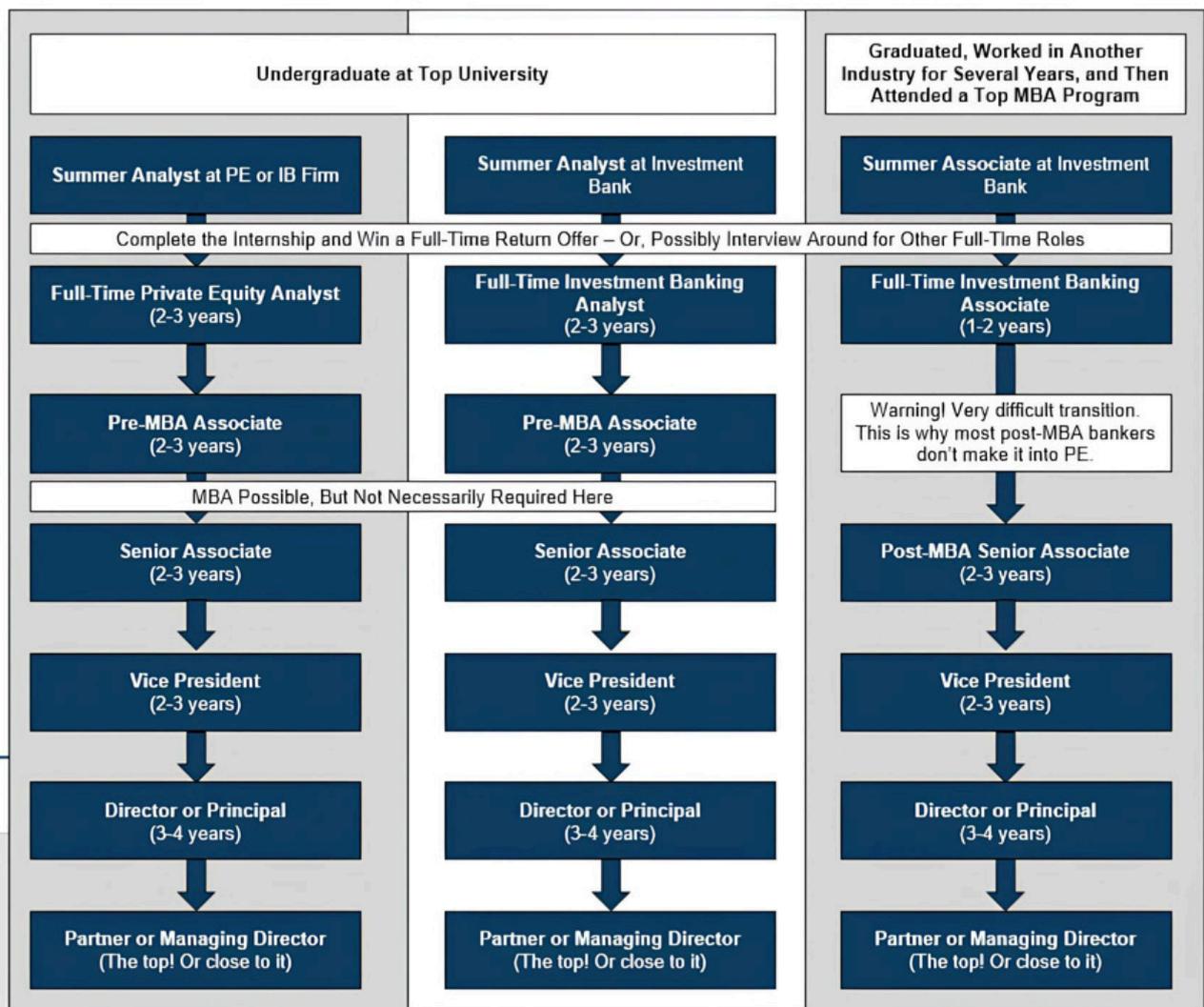
Directeur en Fusions et Acquisitions (M&A)

Responsabilités : Un Directeur en Fusions et Acquisitions dirige des équipes de transaction et gère les relations clients. Il développe des recommandations stratégiques pour les clients, négocie les termes des transactions, supervise les processus de clôture et identifie de nouvelles opportunités commerciales.

Compétences : Connaissance approfondie de l'industrie / Aptitudes en leadership et pensée stratégique / Excellentes compétences en réseautage et développement de relations.

Échelle salariale : Niveau senior : 200 000 \$ - 300 000 \$ par an + primes de performance.

Comprendre les carrières possibles en M&A et les débouchés possibles en PE:



SOURCE: MERGERS & INQUISITIONS

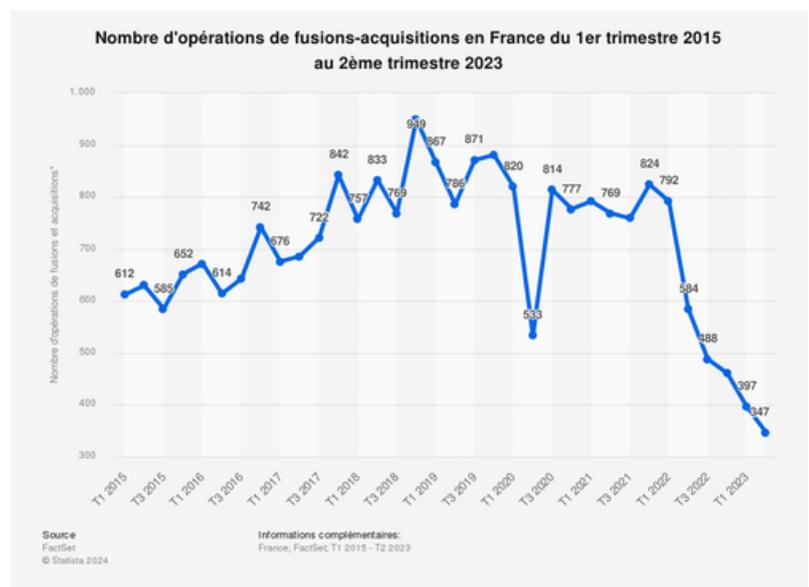
DYNAMISME ACTUEL DU MARCHÉ DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

Dynamisme actuel du marché des fusions et acquisitions

En 2023, l'activité mondiale des fusions et acquisitions a connu une baisse substantielle. La valeur totale des transactions a chuté d'environ 23 % par rapport à l'année précédente, atteignant son plus bas niveau depuis 2013. Le nombre de transactions a également diminué, mais dans une moindre mesure de 16 %, indiquant un glissement vers des transactions plus petites.

Le marché américain reste généralement plus important et plus actif que le marché européen en termes de fusions et acquisitions. Le marché américain a montré une force particulière dans les secteurs de la technologie et de l'énergie. Les deux marchés sont confrontés à une réglementation accrue.

Pour 2024, les analystes anticipent une amélioration de l'environnement des fusions et acquisitions au niveau mondial, y compris sur les marchés américain et européen. Des facteurs tels que la stabilisation des taux d'intérêt, l'amélioration des marchés du crédit et la recherche de stratégies de croissance par les entreprises devraient stimuler l'activité des fusions et acquisitions. Cependant, des défis tels que l'incertitude économique, les tensions géopolitiques et la réglementation en cours continueront à façonner le paysage des fusions et acquisitions.



Nombre d'opérations de M&A en France depuis T1 2015 jusqu'à T2 2023

Source : Statista 2024