

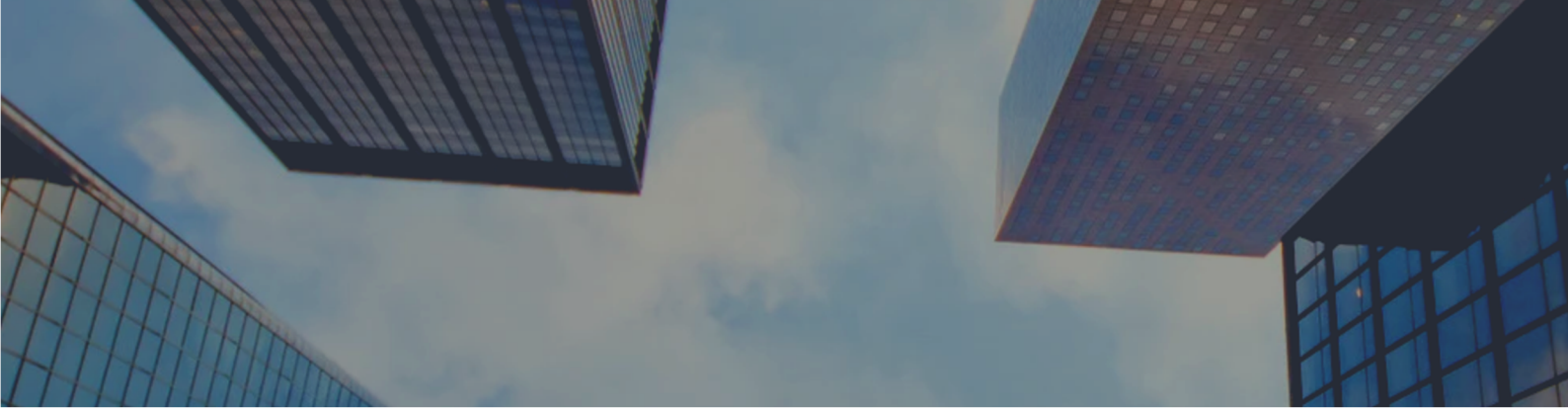


SEPTEMBRE
2024

RAPPORT MENSUEL

HEC
Bourse

ADAM BERNABEU, EMMA DUFOUR, VICTOR
BERTRAND, MARTIN SCHVARTZMAN BARRES ET
GRÉGOIRE ETLICHER



SOMMAIRE

RAPPORT DE MARCHÉS

- RAPPORT D'ACTUALITÉ **3**

ADAM BERNABEU, EMMA DUFOUR

- *FORWARDS ET FUTURES* **7**

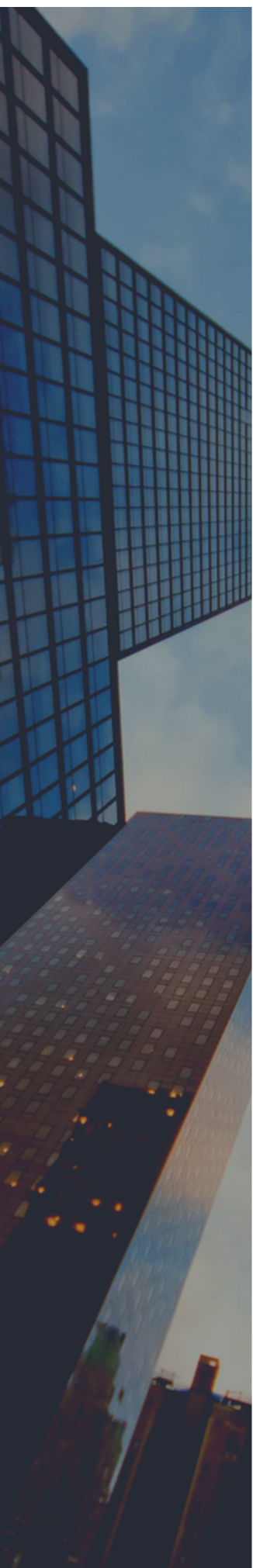
ADAM BERNABEU

RAPPORT EN FUSIONS & ACQUISITIONS

VICTOR BERTRAND, MARTIN SCHVARTZMAN ET GRÉGOIRE ETLICHER

- ANALYSE DE TRANSACTIONS EN F&A **10**
 - ACQUISITION DE *SANTOS BRESIL* PAR *CMA CGM*
 - ACQUISITION DE *DIRECTV* PAR *TPG*
- PRÉSENTATION DE MÉTIERS **14**





Rapport d'août

EN BREF

- *Un début septembre difficile, mais une deuxième moitié du mois plus réussie*
- *Les actions mondiales ont atteint des niveaux records, notamment sous l'impulsion des annonces de relance économique du gouvernement chinois*
- *La FED américaine entame l'assouplissement de sa politique monétaire avec une baisse des taux plus importante que prévu*
- *Les conflits dans le moyen-orient s'enveniment malgré la montée des appels à la cessation des hostilités*

Septembre est habituellement un des mois les plus mornes pour les cours boursiers. Après un début difficile, les bourses mondiales ont globalement connu une hausse grâce à l'annonce d'une diminution de 50 points de base des taux d'intérêt directeurs de la FED. Cette baisse, la première depuis Mars 2020, survient alors que des taux directeurs élevés menacent la stabilité de la croissance américaine. La diminution a offert des taux d'emprunt plus bas et une meilleure confiance des consommateurs, ce qui a conduit à une croissance du marché action américain à la fin du mois.

Cette évolution positive est accompagnée de données économiques solides, sur une pente ascendante après une augmentation des ventes de détail et de la production industrielle en août. Malgré une légère diminution de la production industrielle (-0,4%, probablement liée aux deux ouragans et à la grève chez Boeing), les ventes de détail ont augmenté de 0,4% à des niveaux plus hauts qu'anticipé. Le marché du travail montre également une belle progression, avec un taux de chômage particulièrement faible (4,1%) et une création d'emploi en forte hausse et largement supérieures aux attentes du marché (à 254.000 emplois) après la déception d'août (159.000 emplois). L'inflation a chuté 2,4% (y/y) et le CPI (Une mesure de l'inflation sous-jacente) soit resté soutenu à 3,3%, tous les deux 10 points de base au-dessus des anticipations.

En zone euro, l'inflation a chuté en dessous de 2%, quand les chiffres sont restés stables à 2,2% malgré une augmentation de l'inflation sous-jacente à 3,6% au Royaume-Uni. Ces chiffres continuent à renforcer les espoirs d'un "soft landing", un retour à la normale après la situation économique qui a accompagné la crise sanitaire mais sans passage général par la récession. La prudence des investisseurs s'est cependant vue dans les obligations, pour lesquelles la volatilité journalière a été élevée, le risque d'une inflation en accélération à cause d'une agressive politique monétaire expansionniste étant bien réel.

2.0% S&P 500	0.9% EURO STOXX 50	-1.7% FTSE 100
0.1% CAC 40	2.2% DAX	2.8% BEL 20
-0.7% FTSE MIB	4.2% IBEX 35	-2.5% TOPIX

*Performance en
septembre 2024*

Les politiques monétaires comme les événements géopolitiques ont particulièrement touché les marchés ce mois-ci. En Europe, les taux d'intérêt directs ont été diminués par la BCE et la Banque Nationale de Suisse. La Banque d'Angleterre n'a pas baissé ses taux, certainement en raison d'une inflation persistante. Les baisses de taux ont globalement conduit les marchés à la hausse, avec un S&P en croissance de 2%, un DAX de 2,2%, et un EURO STOXX 50 de 0,9%. À la suite de ces diminutions, les données macroéconomiques vont gagner en importance pour mesurer la capacité des pays à soutenir leur croissance dans les mois qui viennent. Malgré des données économiques encourageantes, les niveaux des indices de confiance aux États-Unis (des consommateurs comme des chefs d'entreprises) demeurent décevants. (baisse de l'indice principal de confiance des consommateurs de 105,6 à 98,7 et du PMI composite de 47,9 à 47.) Après la baisse des taux directs de la FED, un autre événement a créé une onde de choc positive sur les marchés.

Cet événement est l'annonce d'un grand plan de relance par Pékin, dans l'optique de raviver un secteur de l'immobilier en décrépitude et de renforcer la confiance des consommateurs. En effet, le 24 septembre, la politique macroéconomique de la Chine prend un tournant drastiquement différent de celui qu'avait affiché Xi Jinping depuis son arrivée au pouvoir en 2012. Il avait jusqu'alors évité les aides directes aux consommateurs, qu'il juge incitatrices à la paresse, et avait refusé de recourir à un stimulus économique audacieux, comme celui lancé en 2008 pendant la crise financière mondiale. Toutefois, face aux difficultés économiques de la Chine cette année, il semble avoir mis ces réserves de côté en permettant un stimulus économique majeur, le plus important depuis 2008. Pour comprendre ces difficultés, revenons sur la récente crise de l'immobilier chinois.

LA CRISE DE L'IMMOBILIER CHINOIS

Le marché immobilier chinois joue un rôle considérable dans la prospérité économique de la Chine. Il était en plein essor depuis des décennies, l'immobilier résidentiel constituant le principal moyen d'investissement pour la plupart des Chinois. Mais ce boom a alimenté la spéculation, ce qui a incité les promoteurs à emprunter toujours plus d'argent pour construire toujours plus d'immobilier résidentiel afin de répondre à la demande.

La cause de la crise actuelle résiderait dans les efforts maladroits et populistes du gouvernement central pour contrôler les coûts du logement par le biais de contrôles des prix et d'autres mesures, qui limitent la capacité des promoteurs à faire des profits et rembourser leurs dettes.

Mais si des sociétés comme Evergrande font faillite ou se déclarent en faillite, les banques et les prêteurs du monde entier commenceront à rappeler leurs dettes à l'échelle du secteur, et l'économie s'effondrera, affectant négativement les promoteurs, les créanciers, les propriétaires, l'industrie de la construction, et l'industrie de la rénovation résidentielle. D'où les inquiétudes.

Le gouvernement chinois, qui avait donc en tête un objectif de croissance de 5% initialement loin d'être atteint, a ainsi décidé de réduire les taux d'intérêt, abaisser les exigences de réserve des banques et pris des mesures pour diminuer le coût des prêts hypothécaires existants. Cela devrait permettre à 50 millions de ménages d'économiser environ 150 milliards de yuans par an. De plus, deux nouveaux outils ont été mis en place pour soutenir le marché boursier : refinancer les prêts utilisés par les entreprises pour racheter leurs propres actions et aider les investisseurs institutionnels à lever des fonds. La taille combinée de ces mesures est estimée à 800 milliards de yuans, avec une possibilité de doublement ou triplement si nécessaire.

Deux jours plus tard, le 26 septembre, le Politburo du Parti communiste chinois a consacré une réunion à l'économie, marquant un changement dans son calendrier politique habituel, en raison de la dégradation des conditions économiques. Il a été décidé d'arrêter la chute du marché immobilier et de rendre les politiques contracycliques plus efficaces. Le gouvernement central prévoit d'émettre 2 000 milliards de yuans supplémentaires en obligations, dont une partie servira à éviter la faillite des gouvernements locaux, et l'autre à encourager la consommation des ménages et des entreprises, notamment via des programmes de remplacement de matériel ancien et des aides financières pour les familles en expansion.

Ces mesures qui ont initialement stimulé la confiance des investisseurs ont permis au marché boursier chinois de connaître une forte hausse. En effet, L'indice CSI 300 a tout d'abord bondi de 10,8 %. Toutefois, cette hausse a ralenti le 01 octobre lorsque Pékin n'a pas annoncé de nouvelles mesures de relance économiques majeures.



L'indice CSI 300 a ainsi clôturé en hausse de 5,9 %. Les investisseurs avaient espéré un soutien budgétaire plus important pour compléter les mesures monétaires déjà en place, ce qui n'a pas été le cas. Les marchés de Hong Kong ont également souffert, l'indice Hang Seng chutant de 9,4 %, sa pire journée depuis 2008. Les actions technologiques ont plongé de 12,8 %. Cette baisse est attribuée à des ventes d'actifs à Hong Kong pour financer des opérations sur le continent chinois. Les matières premières industrielles, telles que le pétrole et les métaux, ont également chuté. Les prévisions de croissance du PIB chinois pour 2024 sont maintenues à 4,8 % par la Banque mondiale, mais des réformes structurelles plus profondes sont jugées nécessaires pour stimuler la croissance à long terme.

Ceci peut s'expliquer par le fait que le marché chinois présente de nombreuses opportunités d'investissement, mais qu'il est également associé à des risques géopolitiques et réglementaires importants. Les investisseurs savent qu'ils doivent être prudents en raison de la volatilité des actions en Chine.

Enfin, on peut noter que l'or a atteint de nouveaux records, et il va sans dire que les événements macroéconomiques et géopolitiques du mois y ont joué un rôle majeur. L'or a gagné 4,6% en septembre pour arriver à près de 2 630 dollars par once. Le cours a battu huit fois son record pendant le mois.

La politique d'assouplissement de la FED a rendu l'or plus attractif pour des investisseurs à la recherche de rendements et de sûreté, à la suite d'une diminution des taux d'intérêt. On le voit dans les niveaux de flux entrants dans des ETFs investissant dans l'or (fonds négociés en bourse) qui ont atteint 1,4 milliard de dollars en septembre, la valeur des actifs sous gestion dans ces ETFs culminant alors à 270,9 milliards de dollars américains à la fin du mois.

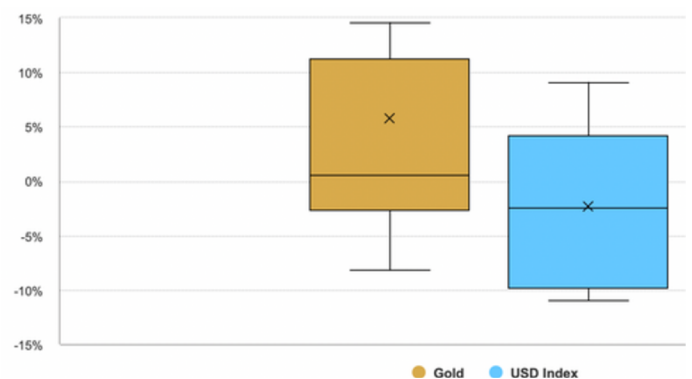
La croissance de la valeur de l'or est multifactorielle, mais on voit sur le graphique suivant que le coût d'opportunité sur les devises (ici, essentiellement la dépréciation du dollar) et le risque géopolitique ont bien contribué à la hausse de l'or sur les derniers mois.



SOURCE : BLOOMBERG, WORLD GOLD COUNCIL

Le cours de l'or avait bien augmenté en juillet et en août, une performance liée aux tensions géopolitiques au moyen-orient, qui ont persisté en septembre. L'or est considéré comme une valeur refuge sur le marché : il offre de la diversification et une couverture contre le risque du portefeuille. Sa valeur boursière est donc particulièrement liée aux taux d'intérêt, à l'inflation, et au risque. D'où la hausse du cours dans un contexte de volatilité accrue liée à l'instabilité géopolitique et aux variations de taux directeurs de la FED américaine et des principales banques centrales européennes.

Le graphique ci-dessous représente les rendements moyens (sur les 40 dernières années) sur l'or et le dollar dans les 6 mois suivant une baisse de taux directeurs de la FED. On voit que l'or bénéficie particulièrement bien des baisses de taux.



SOURCE : BLOOMBERG, WORLD GOLD COUNCIL

Enfin, alors que l'offre d'or demeure stable d'année en année, la valeur boursière de l'or est soutenue par une demande croissante provenant des banques centrales des pays émergents – comme l'Inde – dans une logique de couverture contre, d'une part, l'inflation ; contre, d'autre part, l'appréciation éventuelle des devises étrangères dans lesquelles la dette du pays est libellée.

TERME TECHNIQUE

LES *FORWARDS* ET LES *FUTURES*

Une définition

Les *futures* et les *forwards* sont des produits dérivés relativement simples. Ce sont des engagements de livraison – d’achat ou de vente – d’un actif sous-jacent à un prix et une date définis à l’avance. Ils sont aussi appelés contrats à terme, en opposition aux spot contracts, des engagements d’achat ou de vente immédiats d’un actif.

L’actif sous-jacent peut être une matière physique (or, pétrole, bétail, maïs...) ou un produit financier (une action, une devise, voire un indice). La différence principale entre les contrats *forwards* et les contrats *futures* est que les premiers sont échangés de gré à gré, les seconds sur un marché organisé. Les termes *forward* et *futures* sont parfois utilisés de façon interchangeable ; à tort, car ils présentent des différences fondamentales, qui sont résumées dans le tableau présenté en fin de deuxième page.

Nous présenterons ici les spécificités des contrats *futures* puis expliquerons les différences avec les contrats *forwards*.

Le fonctionnement des marchés de *futures*

Pour limiter les dangers de la spéculation sur les *futures*, les autorités de marché ont mis en place plusieurs règles auxquelles les acteurs des marchés à terme doivent se conformer.

Pour freiner les mouvements de cours dus à une spéculation excessive, des **variations journalières maximales** (à la hausse comme à la baisse) sont fixées par les autorités de marché pour la plupart des contrats *futures*. Si l’une des limites est atteinte, les transactions cessent jusqu’au lendemain. Notons que la question de l’intérêt de ces limites est controversée, puisque ces freins peuvent handicaper l’efficacité du marché lorsque le prix du sous-jacent est très volatil.

Dans l’optique d’éviter les manipulations de marché, il existe également des **limites de positions** sur les *futures*, soit des quantités maximales de contrats qu’un agent peut détenir. Le but est de limiter l’influence des spéculateurs sur les mouvements de marché. Seule exception : les opérateurs en couverture – par exemple les entreprises qui se couvrent contre les variations de prix d’un sous-jacent qui sert à leur activité – ne sont pas concernés par ces limites.

Enfin, on ne peut expliquer le fonctionnement des marchés *futures* sans mentionner le **marking to market** et les **appels de marge**.

Lorsque deux investisseurs s’engagent sur une transaction future, il existe un risque de crédit – à savoir que l’un des investisseurs ne soit pas en capacité de régler la transaction au moment du dénouement des contrats. C’est pour neutraliser ce risque qu’interviennent les appels de marge.

Le fonctionnement des chambres de compensation et des appels de marge

En pratique, lorsqu'un investisseur prend position sur un contrat *futures*, il doit déposer en garantie des fonds sur un **compte de dépôt**. Cette garantie est appelée **marge initiale**. À la fin de chaque journée, en fonction de la variation du prix du futures concerné sur les marchés secondaires, le compte de dépôt de l'investisseur est ajusté pour tenir compte des pertes ou des gains journaliers non réalisés. On parle de **marking to market** et de compensation journalière (*daily settlement*).

Prenons l'exemple d'un investisseur A qui prend une position longue (achat) sur un futures sur l'or à un prix de 2 000 \$ à une échéance donnée. Autre part, un investisseur B prend donc une position courte (vente) sur le même contrat. Supposons que la marge initiale est de 10 000 \$. Les deux investisseurs doivent déposer en garantie ces fonds. Si à la fin de la première journée, le prix du futures sur les marchés secondaires passe à 2 010 \$, alors le compte de dépôt des deux investisseurs est ajusté. Concrètement, 10 \$ sont ajoutés au compte de dépôt de A (qui passe alors à 10 010\$), et 10 \$ sont retirés du compte de B (qui passe alors à 9 990\$)

Le raisonnement est le suivant : A est gagnant si le contrat vaut plus cher (car il est acheteur pour seulement de 2 000 \$, et pourra donc réaliser une plus-value s'il prend une position courte (vente) sur le même contrat), et B est perdant si le contrat vaut plus cher (car il est vendeur pour 2 000 \$). Si les fonds présents sur le compte de dépôt chutent sous un certain montant (appelé **marge de maintenance**), l'investisseur fait l'objet d'un **appel de marge**, et doit reconstituer la marge initiale. Si un investisseur ne peut pas répondre à un appel de marge, sa position est automatiquement soldée par son broker (l'intermédiaire du client sur les marchés financiers).

Cette opération a pour but d'éviter le **risque de crédit**. Si tout se passe bien, la somme des flux journaliers jusqu'à l'échéance est égale au montant qui serait payé s'il n'y avait qu'une seule transaction à l'échéance. Mais le risque de crédit est bien plus grand s'il n'y a qu'un seul flux important à l'échéance que s'il y'a des flux journaliers. Ce mode de fonctionnement permet de surveiller la capacité de règlement des investisseurs via le système des appels de marge.

Ce système fonctionne très bien, dans la mesure où il n'y a quasiment jamais eu de défaut des contreparties (sauf rarement en temps de crise). Pour comprendre ceci, il faut prendre conscience que le système des appels de marge et des comptes de dépôt est géré par les **chambres de compensation** (qui sont en général des institutions financières). Elles sont définies par le Code monétaire et financier en France, et ont pour rôle d'enregistrer et de gérer les transactions, de tenir les comptes des membres, et de réaliser des appels de marge auprès de ceux-ci. Les membres sont par exemple des **brokers**, dont les comptes sont formés par les comptes de dépôt de leurs clients.

En 1987, l'indice américain du S&P 500 a chuté si violemment (-20% de la journée) que de très nombreux investisseurs en position longue (achat) sur des futures avec l'indice comme sous-jacent se retrouvèrent avec un niveau de marge négatif. Ces investisseurs ne pouvaient pas répondre aux importants appels de marge, et leurs brokers ne trouvaient pas d'acheteur en soldant leurs positions. De nombreux brokers ont donc fait faillite sur le coup. La contrepartie de ces pertes importantes chez les investisseurs en position longue et leurs brokers est des gains pour les investisseurs en position courte, qui ont tout de même été payés (intégralement ou en partie) grâce aux transferts de marge.

Les différences entre les forwards et les futures

Comme on l'a précisé plus haut, les *forwards* sont conclus de gré à gré, ce qui conduit à plusieurs différences par rapport aux *futures*. D'abord, le système des chambres de compensation n'existe pas, puisque les forwards ne sont pas échangés sur les marchés organisés. Les deux parties peuvent toutefois présenter leur transaction à une contrepartie centralisée, une chambre de compensation adaptée aux marchés de gré à gré. Les flux sont alors gérés comme sur les marchés organisés, avec des comptes de dépôt et des appels de marge. Sinon, les transactions peuvent être dénouées bilatéralement, avec un accord-cadre qui spécifie les garanties (*collateral*) que les deux parties doivent fournir dans le cadre de leur transaction. Cela permet de réduire les pertes éventuelles pour chaque partie en cas de non-règlement de l'autre partie.

Notons que depuis 2016, la marge initiale est obligatoire sur les contrats forward entre institutions financières (banques, *hedge funds*, compagnies d'assurance, fonds de pension) dans de très nombreuses juridictions (US, UE, Japon, Singapour, Hong Kong...).

Les différences entre *futures* et *forwards* sont résumées dans le tableau synthétique ci-dessous :

Forward	Futures
Contrat privé entre deux parties	Négocié sur un marché organisé
Pas standardisé – peut porter sur n'importe quel sous-jacent selon le contrat établi	Standardisé – disponible uniquement sur certains sous-jacents
Une date de livraison exacte est spécifiée	Seule une période de livraison est spécifiée
Un seul flux, à l'échéance	<i>Marking to market</i> quotidien, qui donne lieu à des flux quotidiens
La livraison ou le dénouement en cash sont tous deux la norme	Positions dénouées en cash avant l'échéance dans l'immense majorité des cas (98%+ des transactions)
Existence d'un risque de crédit	Absence presque totale de risque de crédit

Enfin, notons que les *forwards* et les *futures* sont des produits dérivés très souvent utilisés dans le cadre d'opérations de couverture d'entreprises industrielles. Ces produits permettent en effet une couverture simple et a priori moins chère qu'une option (la conclusion d'un contrat *futures* n'ayant par exemple aucun coût) contre les variations de prix des matières premières.

Transaction de M&A

CMA CGM ACQUIERT SANTOS BRÉSIL

Détails de l'opération**Acquéreur :** CMA CGM**Cible :** Santos Brésil Participações**Détenteur de l'entreprise cible :** Opportunity Asset Management**Montant total de la transaction :** \$1,16 mds**Date d'annonce :** 22 septembre 2024**Date de clôture :** Q1 2025**Conseillers de l'acquéreur :** Willkie Farr & Gallagher LLP et Lefosse Advogados**Conseillers de la cible :** Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

Sur la lancée de son succès en tant que partenaire officiel de la logistique des JO d'été 2024 à Paris, CMA CGM a annoncé ce 22 septembre l'acquisition de 48% de Santos Brésil, le principal opérateur d'infrastructure portuaires au Brésil, précédemment détenu par Opportunity, 3ème fond de Private Equity brésilien. A la suite de cette transaction, CMA CGM compte lancer une offre publique d'achat pour compléter l'acquisition de l'entreprise brésilienne. Cette acquisition intervient alors que l'armateur marseillais a connu un fort ralentissement de son résultat net en 2023, dégringolant de €23,44 md à €6,40 md suite au ralentissement du commerce maritime à l'échelle du globe. Cette acquisition dans le nouveau monde vise les 8 actifs portuaires clés de la côte sud-Brésilienne et traduit une volonté d'étendre la branche logistique de l'entreprise alors que le monde du commerce maritime est secoué par les grèves des dockers américains. A l'annonce de l'opération, l'action de l'entreprise brésilienne a bondi de 16,44% pour atteindre son plus haut historique.

Détails de l'entreprise : CMA CGM

La Compagnie maritime d'affrètement - Compagnie générale maritime, plus connu sous le nom de CMA-CGM est un armateur Français dont la flotte commerciale est composée de 634 navires avec une capacité totale de 5 millions EVP (équivalent vingt pieds), ce qui fait de lui le 3ème à l'échelle de la planète. Avec 12,7% du marché du transport de marchandises, il se place derrière ses deux concurrents, le géant Maersk qui détient 14,6% du marché et le suisse MSC qui s'arroge 19,9%, mais devant le chinois COSCO, qui fait partie de la même alliance que l'entreprise française.

PDG : Rodolphe Saadé**Nombre d'employés :** 160,000**Chiffre d'affaires :** €47,200Mds (2023)**Résultat net :** €3,640Mds**Détails de l'entreprise : Santos Brésil**

Gérant 16% des conteneurs qui transitent par le pays, Santos Brésil est une entreprise portuaire et de logistique, présente particulièrement dans le sud du pays. Aujourd'hui, Santos Brasil gère un ensemble de 8 actifs sur le littoral brésilien, comprenant 3 terminaux à conteneurs, 1 terminal pour véhicules, 1 terminal de vrac liquides et 3 installations logistiques. Ces actifs sont situés dans les ports de Santos, Imbituba, Vila do Conde, Itaqui et à São Paulo. L'un de ses principaux atouts est le terminal Tecon Santos, qui est le plus grand terminal à conteneurs d'Amérique latine, avec une capacité de manutention de 2 millions d'EVP (équivalents vingt pieds) par an.

PDG: Antonio Carlos Duarte Sepúlveda**Nombre d'employés :** 3300**Capitalisation boursière :** €2,120 M**Chiffre d'affaires (2023) :** € 405 M**Résultat net :** €84.15 M)**EV :** €2129.41 M**SANTOS BRASIL**

Deal Rationale

L'acquisition de Santos Brésil par CMA CGM confirme sa volonté de renforcer sa présence dans le continent sud-américain, que Rodolphe Saadé considère « mûre et dynamique ». Ce rachat donne au géant français la main sur des infrastructures clés, principalement les trois gros terminaux de la région de Sao Paulo Tecon Santos. Si l'armateur était déjà présent au Brésil, il ne pesait que peu avec 14% des parts de marché. L'économie brésilienne reprend depuis la sortie du COVID un rythme moins ankylosé que les années précédant la pandémie mondiale. Cette opération s'inscrit également dans la stratégie plus globale de l'entreprise, qui a acquis Bolloré logistics pour €4,85 milliards en février dernier, et qui souhaite continuer de s'étendre hors de son activité maritime dans la logistique multimodale. De plus, la consolidation du marché est nécessaire dans un contexte de difficultés économiques et financières pour les grands armateurs mondiaux, CMA CGM réalisant une baisse du chiffre d'affaires de 37% entre 2022 et 2023.

« Je me réjouis que le Groupe CMA CGM ait conclu cet accord stratégique pour l'acquisition de Santos Brazil, qui opère au Brésil cinq terminaux, dont le plus grand terminal à conteneurs du port de Santos qui traite 40% des volumes brésiliens, et une société logistique. Cet investissement de premier plan reflète notre volonté de renforcer notre partenariat avec le Brésil et d'accompagner sa croissance dans les années à venir ». Rodolphe Saadé, PDG (CMA CGM)

Risques

Ce n'est pas pour autant que l'opération est dénuée de risque. L'économie brésilienne reste historiquement très dépendante des fluctuations des marchés des prix des matières premières et agricoles. CMA-CGM s'engage donc dans le transport de marchandise dans le marché avec un fort besoin de transport, mais qui dépend énormément de la demande mondiale. De plus, l'armateur avait repris en 2023 un terminal équivalent en 2023 à New York, qui n'est aujourd'hui toujours pas exploité au mieux, Rodolphe Saadé soulignant que « cela [les terminaux] prend du temps de les optimiser ».



TPG ACQUIERT 70% DE DIRECTV

Détails de l'opération

Acquéreur: TPG

Cible: DirecTV

Montant total de la transaction : \$7,6Mds

Date d'annonce : 30 Septembre 2024

Date de clôture : S2 2025

Conseillers de l'acquéreur : Barclays, BofA Securities, Evercore, LionTree, Morgan Stanley (Financiers), Ropes & Gray LLP, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, Mintz Levin (Juridiques)

Conseillers de la cible : Conseil interne pour les aspects juridiques et financiers

Le 30 septembre 2024, TPG, société internationale de gestion d'actifs cotée au Nasdaq, a annoncé l'acquisition des 70 % de parts restantes de DirecTV détenues par AT&T, pour un montant total de 7,6 milliards de dollars. Cette transaction marque un tournant pour DirecTV, qui deviendra désormais une filiale à part entière de TPG. Depuis 2021, DirecTV fonctionnait comme une coentreprise entre AT&T et TPG, comprenant les services DirecTV, DirecTV STREAM et U-verse. Désormais, TPG prend le contrôle total de la société, avec l'ambition de renforcer ses offres de streaming et de réaffirmer sa présence sur ce marché. La finalisation de cette acquisition est prévue pour le second semestre 2025, sous réserve de l'obtention des approbations réglementaires nécessaires.

Détails de l'entreprise : TPG

TPG Inc. est un gestionnaire d'actifs alternatifs à l'échelle mondiale. Elle offre des services de gestion d'investissement à des fonds non consolidés, des obligations de prêts garantis et d'autres véhicules tels que des services de structuration de capital et d'autres conseils à des sociétés de portefeuille. La société investit dans des fonds de capital-risque, des fonds immobiliers, des hedge funds et des fonds de crédit.

Fondée en 1992, **siège** à Fort Worth, Texas

PDG : Jon Winkelried

Nombre d'employés : 1850

Capitalisation boursière : \$6,82 Mds

Valeur d'entreprise : \$9,70 Mds

Chiffre d'affaires : \$2,71 Mds

EBITDA : \$81,35 M

EV/Revenue : 4,9x

EV/EBITDA : 9,51x



Détails de l'entreprise : DirecTV

DirecTV propose des services audio et télévisuels aux abonnés via des transmissions par satellite. Les services incluent l'équivalent de nombreuses stations locales de télévision, des réseaux de télévision, des services de télévision par abonnement, des services de radio par satellite, et des services de vidéo privés. Les abonnés ont accès à des centaines de chaînes, ce qui fait que ses concurrents sont les services de télévision par câble et d'autres services basés sur satellite.

Fondée en 1990, **siège** à El Segundo, California

PDG : Bill Morrow

Nombre d'employés : 9700

Chiffre d'affaires : \$22.9 Mds

Operating Income : \$2.8 Mds



Deal Rationale

L'acquisition des 70 % restants de DirecTV par TPG repose sur plusieurs justifications stratégiques. Tout d'abord, TPG pourra intégrer entièrement les opérations et optimiser la gestion de DirecTV, l'entreprise. Cette consolidation complète offre plus de flexibilité dans la prise de décisions stratégiques, en facilitant l'intégration des services de streaming (DirecTV STREAM) et les systèmes de distribution de contenu existants pour optimiser les synergies.

Ensuite, cette transaction s'inscrit dans une stratégie visant à renforcer les investissements dans les services de streaming, un secteur en forte expansion. DirecTV compte actuellement plus de 13 millions d'abonnés, mais est encore loin de rattraper son retard par rapport à des géants tels que Netflix ou Amazon Prime. TPG voit en DirecTV une opportunité unique de s'appuyer sur une base d'abonnés solide, en capitalisant sur la demande croissante des consommateurs pour des services de vidéo à la demande.

De plus, l'acquisition de DirecTV devrait générer des économies d'échelle significatives, avec des synergies entre 300 et 500 millions de dollars sur plusieurs années. Ces économies seront principalement réalisées par la réduction des coûts d'exploitation et l'optimisation des plateformes technologiques.

Enfin, avec un marché du streaming vidéo qui continue de croître à un rythme annuel de 12 %, TPG espère capter une part plus importante de ce marché en pleine expansion et se positionner comme un acteur clé de la distribution de contenu numérique.

Risques

Malgré le potentiel stratégique évident, l'acquisition de DirecTV comporte plusieurs risques. L'un des défis majeurs sera de faire face à la concurrence accrue dans le secteur du streaming. Netflix, Amazon Prime, Disney+ et d'autres acteurs dominant déjà ce marché, et DirecTV devra faire preuve d'innovation pour attirer et fidéliser de nouveaux abonnés car la simple expansion de l'offre ne suffira pas à DirecTV si elle ne se différencie pas suffisamment de ses concurrents.

Ensuite, la transition de DirecTV vers un modèle purement numérique pose des défis technologiques car une grande partie de son infrastructure repose encore sur la télévision par satellite, une technologie vieillissante - la modernisation complète de cette infrastructure sera coûteuse et nécessitera des investissements importants. Sur le plan financier, TPG devra également faire face aux risques associés à l'intégration des activités de DirecTV. Les investissements requis pour moderniser les infrastructures et renforcer les services de streaming pourraient faire diminuer la rentabilité à court terme.

Enfin, avec une prolifération de nouvelles plateformes et une offre abondante de contenu, DirecTV devra non seulement attirer de nouveaux abonnés, mais aussi lutter contre un taux de résiliation élevé en maintenant la satisfaction de ses utilisateurs.

Présentation de métiers

TRAVAILLER EN TANT QU'EQUITY ANALYST

Caractéristiques du métier d'après un equity analyst chez Oddo BHF :

Mi-chemin entre la finance et le conseil puisqu'il se rapproche d'un journaliste financier qui suit une douzaine d'entreprises du même secteur afin de produire régulièrement des recommandations et des analyses.

Cela implique de suivre tout ce qui peut affecter ces sociétés tant au niveau de leurs fournisseurs, de leurs clients, de leurs concurrents, de l'environnement réglementaire etc. Ce travail est plus autonome, indépendant que ceux du PE ou du M&A par exemple dans la mesure où les équipes sont plus petites, concentrées sur un secteur précis et sont dans une démarche de recherche active d'information auprès des sociétés tout en assurant un travail de recherche de clients intéressés par leurs analyses. Il implique donc de nombreuses interactions avec les équipes dirigeantes des entreprises concernées pour bénéficier de leurs insights quant aux perspectives de valorisations futures des firmes.

Il peut à la fois intervenir côté buy side quant il fait partie d'un acteur qui gère et investit des actifs et ou sell side quant il partage ses analyses à des acteurs extérieurs (hedge funds, family offices, fonds de pensions et de gestion d'actifs...). Dans le cas d'Oddo Bhf les equity analysts gèrent ces deux dimensions en parallèle et les clients extérieurs payent un abonnement pour bénéficier des rapports de la banque.

Au niveau du lifestyle du métier, celui-ci a des horaires plutôt souples et réguliers puisqu'il n'est pas rythmé par des deals mais par des travaux de recherche régulier et des rendez-vous clients donc une journée typique serait autour de 8h-20h.

Le salaire moyen de la profession est d'environ 66k bonus compris ce qui s'explique par la répartition très pyramidale des effectifs mais les meilleurs profils seniors peuvent gagner jusqu'à 500k dans les banques les plus prestigieuses.



VICTOR BERTRAND

VICTOR.BERTRAND@HEC.EDU

MARTIN.SCHVARTZMAN-BARRES

MARTIN.SCHVARTZMAN-BARRES@HEC.EDU

GREGOIRE ETLICHER

GREGOIRE.ETLICHER@HEC.EDU