



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

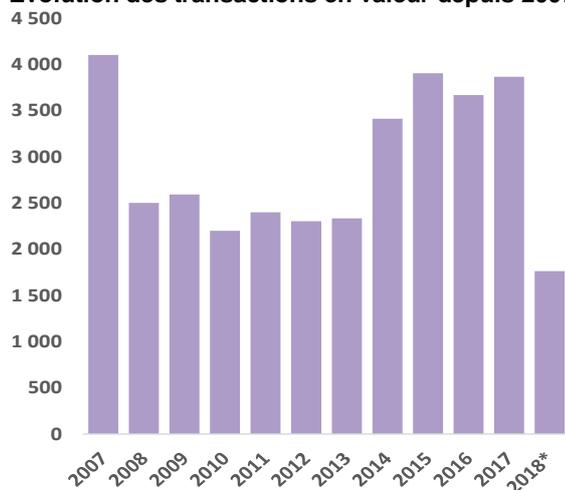
Lettre mensuelle de mai 2018

## Le boom du M&A en Europe devrait animer les marchés actions

Les fusions acquisitions ont fourni un terreau fertile en 2017 (3800 Md\$ de transactions dans le monde, soit une hausse de 5,4% par rapport à 2016\*). La tendance se confirme et semble même s'accélérer en 2018 avec près de 1800 Md\$ de transactions annoncées dans le monde depuis le début de l'année. Avec plus de 450 Md\$, l'Europe est la deuxième zone la plus active derrière les Etats-Unis. La thématique des fusions & acquisitions offre de nombreuses opportunités d'investissement boursier. Il convient cependant de bien identifier les cibles et les signaux favorables à la réussite d'une opération car elles ne sont pas toutes couronnées de succès et source de performance pour les investisseurs.

### Un contexte favorable aux fusions-acquisitions

#### Evolution des transactions en valeur depuis 2007



Source : Bloomberg

Nous pensons que la vague de fusions-acquisitions devrait se poursuivre et voire même s'accélérer cette année pour diverses raisons. Premièrement, la conjoncture économique mondiale est favorable. En période de crise, les entreprises se concentrent sur leur survie plutôt que sur la croissance et réduisent les coûts, les effectifs et l'endettement. L'expansion conjoncturelle actuelle provoque un regain de confiance et les sociétés privilégient à nouveau la croissance. Deuxièmement, les dirigeants d'entreprise ne souhaitent pas se laisser dépasser par la révolution technologique (nécessité d'adapter leurs entreprises à la transformation digitale). Enfin, un grand volume de liquidités est à la disposition des entreprises pour financer leurs activités. La baisse des taux d'imposition (réforme fiscale) et une incitation à rapatrier les liquidités donneront aux entreprises américaines plus de capacité à mener des opérations stratégiques alors qu'elles disposent déjà de beaucoup de trésorerie.

En 2017, portés par un environnement macroéconomique très favorable, les secteurs financiers, de la consommation non cyclique, des communications ou de la technologie ont fait l'objet d'une multitude d'opérations. L'année 2018 a démarré en fanfare avec de nombreuses opérations touchant des secteurs différents et les rumeurs de rapprochement se multiplient (Ingenico/Atos ou encore Ingenico/Wirecard, Europacorp/Netflix, etc.).

(\*) Source Bloomberg

### Principales opérations réalisées ou annoncées en 2017 et 2018

Opération	Année	Montant	Commentaires
Qualcomm/Broadcom	2017	129 Md\$	Consolidation dans les NTIC mais abandon de l'opération après le veto mis par Donald Trump
CVS Health/Aetna	2017	69 Md\$	Création d'un géant de la santé afin d'affronter la concurrence d'Amazon sur ce segment
Disney/Fox	2017	68 Md\$	Etoffer son offre face à la concurrence de Netflix
Sanofi/Ablynx	2017	4,8 Md\$	Acquisition de nouvelles innovations dans la santé
Amazon/Whole Foods	2017	13,7 Md\$	Expansion dans un nouveau segment
Unibail/Westfield	2017	24,7 Md\$	Diversification géographique
Cigna/Express Scripts	2018	52 Md\$	Consolidation du marché de la santé aux Etats-Unis, menace de la concurrence d'Amazon
Atlantia/ACS/Abertis	2018	20 Md\$	Devenir le n°1 mondial des concessions et du BTP
Comcast/Sky	2018	31 Md\$	Diversification géographique au R.Uni et en Europe
E.ON/Innogy	2018	5,2 Md\$	Echanges d'actifs entre E.ON et RWE qui viennent prolonger le cycle d'opérations de fusions et acquisitions dans le secteur en Allemagne alors que le gouvernement promeut les énergies alternatives au nucléaire

Source : Sociétés citées.

Ces dernières années, l'activité des fusions-acquisitions s'est révélée plus dynamique aux Etats-Unis qu'en Europe. Un rééquilibrage devrait être observé en 2018, avec notamment bon nombre de rapprochements transfrontaliers en projet en Europe sur le segment des petites et moyennes capitalisations. Il n'est d'ailleurs pas étonnant de constater que ce segment est propice aux opérations de fusions-acquisitions, puisqu'il est composé d'entreprises n'ayant pas encore atteint leur pleine maturité et leur taille définitive, affichant ainsi des potentiels de croissance élevés.

En Europe, un contexte politique et économique plus stable engendre une plus grande confiance pour faire avancer les choses. Des transactions, qui étaient dans les tuyaux depuis longtemps, se sont concrétisées et certains secteurs, comme celui des services aux collectivités sont en pleine évolution avec cette vague de consolidation. Le mouvement devrait se poursuivre dans d'autres secteurs comme les télécoms, les infrastructures et plus généralement les secteurs à forte réglementation (utilities), où la nécessité pour les acteurs d'amortir leurs investissements très lourds passe le plus souvent par des rapprochements. Les opportunités devraient donc être nombreuses en 2018.

### **Les fusions-acquisitions, facteur de soutien des valorisations**

Tout cela a donc de quoi animer les marchés actions et soutenir les valorisations, à condition que les opérations soient mûrement réfléchies : à terme, le but est de créer des dynamiques d'ensemble, des synergies, de réduire les coûts, de gagner des parts de marchés et/ou des points de marge, d'être plus solide en somme.

Investir sur la thématique des fusions-acquisitions consiste à investir sur des sociétés pouvant faire l'objet d'une opération financière susceptible de faire monter fortement leurs cours de bourse. Il s'agit le plus souvent d'OPA (offres publiques d'achat) ou de rachats de titres minoritaires par l'actionnaire majoritaire.

Les cibles autant que les sociétés acquéreuses sont à suivre de près. Du côté de la cible, il convient de détecter le profil « cible » d'une valeur très en amont, avant le marché, afin de bénéficier pleinement de la montée du cours liée à une éventuelle opération (prime de contrôle payée par l'acquéreur). Pour cela, il faut faire une analyse fondamentale approfondie, qui permettra d'identifier les sociétés qualifiées de « pépites ». Dans le cas de la société acquéreuse, une intégration réussie peut générer des synergies et améliorer sa rentabilité structurellement et de fait être source de performance boursière.

Rappelons que le succès d'une opération de rapprochement n'est jamais garanti. Les objectifs tracés ne sont pas toujours au rendez-vous. Une fusion est une opération complexe, sa réussite dépend d'un si grand nombre de facteurs qu'elle ne peut être entièrement maîtrisée. Pour les investisseurs boursiers, il est donc primordial d'identifier en amont les signaux favorables au bon résultat d'une fusion ou acquisition.

L'expérience prouve que la fusion de concurrents proches apporte de meilleurs résultats qu'une opération de diversification, lors de laquelle l'apprentissage de l'activité et l'assimilation du savoir-faire sectoriel, peuvent s'avérer longs et difficiles. La consolidation relative au rapprochement de deux compagnies concurrentes, évoluant dans des segments proches, génère plus facilement des synergies et des gains de productivité via la rationalisation des moyens et des coûts, ainsi qu'une moindre concurrence.

Récemment, nous avons pu constater que les opérations de grande taille dont les montants atteignent plusieurs milliards et qui modifient profondément l'activité de l'acquéreur ne tiennent pas toujours leurs promesses. La persistance des incertitudes politiques et réglementaires font peser un risque sur les transactions importantes (exemple Qualcomm/Broadcom). Mener à bien une opération de grande taille est souvent un exercice difficile, et parvenir à générer de la valeur nécessite une procédure de due diligence rigoureuse et des compétences en matière d'intégration. En revanche, les opérations de plus petite taille, qui réunissent un acquéreur et une cible géographiquement plus proches, sont plus faciles à finaliser car les obstacles sont moindres.

Autre facteur essentiel pour la réussite d'une opération, c'est la faculté des sociétés à partager une culture d'entreprise commune. Dans le cadre d'opérations de fusion-acquisition, la différence de culture d'entreprise est le principal obstacle constaté dans plus de 85% des échecs\*\*.

Enfin, il existe chez certains groupes une culture des fusions-acquisitions qu'il est important d'évaluer. Des sociétés comme Eurofins Scientific, Altran, Atos ou AB InBev ont inscrit la croissance externe dans l'ADN de leur business model avec la réussite qu'on leur connaît et réalisant ainsi une à deux opérations par an.

(\*\*) Source : Enquête internationale Mercer 2017

*Lettre rédigée le 24 avril 2018*  
**Sandrine Cauvin**

VESTATHENA  
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014  
SAS au capital de 3 570 000 € - RCS 802985960  
Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS  
[www.vestathena.com](http://www.vestathena.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.