



pond. Een specifieke aanleiding voor de impairmentlast ontbrak en de goodwillafboeking reflecteerde slechts de algemene verslechtering van de markt en de verhoogde onzekerheid omtrent de gang van zaken in de nabije toekomst.

Ondanks die impairment kan worden volgehouden dat de overname van Borsa Italia voor LSE zeker geen slechte deal is geweest. De overnamesom bedroeg 1,3 miljard pond, die destijds voor de volle honderd procent betaald werd met eigen, behoorlijk geïnflerde aandelen (de koers van LSE deed op het moment van de transactie nog 16,47 pond). Tegen de huidige koers van 6,85 pond vertegenwoordigt de transactie een waarde van 544 miljoen pond, zodat niet gezegd kan worden dat LSE te veel voor Borsa Italia heeft betaald. De integratie van de beurzen belooft vanaf 2010 circa 40 miljoen pond aan synergieën, waarvan de helft bestaat uit kostenbesparingen en de andere helft uit verhoogde opbrengsten. Een mooi rendement op eenmalige integratiekosten van circa 40 miljoen pond, die inmiddels al volledig zijn verschmerzt.

In de eerste zes maanden van het lopende boekjaar vlakke de omzetzakking af. Na 9 procent ten opzichte van de eerste helft van het voorgaande jaar daalde de omzet nog slechts 4 procent ten opzichte van het direct voorgaande tweede halfjaar. De winst daalde met 39 procent. Met het marktherstel dat sindsdien is opgetreden zal de winstdaling over het hele jaar vermoedelijk beperkt kunnen blijven tot zo'n 14 procent. Niet ongunstig, gelet op de barre marktomstandigheden en het feit dat de winst dit jaar extra gedrukt wordt door eenmalige kosten in verband met het schrappen van 133 banen.

De posten Trading (clearing, settlement en custody) en Information & Technology Services namen samen 53 procent van de

totale opbrengsten voor hun rekening. De onder druk staande opbrengsten uit trading services wil LSE opvangen met lagere ict-kosten. Hiertoe werd afgelopen oktober MillenniumIT overgenomen. Deze acquisitie moet vanaf 2012 resulteren in jaarlijkse kostenbesparingen van 10 miljoen pond. Tamelijk opzienbarend is de recente overname van Turquoise, waarmee LSE niet alleen een concurrent uit de markt neemt maar nu zelf ook een alternatief platform exploiteert.

OVERTROKKEN PESSIMISME

De analyse van NYSE Euronext en LSE is onder de geschetste omstandigheden geen sinecure. Het zijn bedrijven die zich bevinden in de maalstroom van de digitale revolutie en financiële turbulentie. Hun traditionele rapporteringsmodellen lijken de veranderingen niet te kunnen bijhouden, waardoor het zicht op wat er werkelijk omgaat wordt versluierd. Dat bepaalt ongetwijfeld in hoge mate de negatieve visie die beleggers momenteel op deze fondsen hebben.

Daarnaast bestaat de foute indruk dat het hier gaat om giganten met een rigide organisatiestructuur die zich nauwelijks staande weten te houden te midden van alle veranderingen die op hen afstormen. In feite zijn het bedrijven met een gering personeelsbestand, die daardoor wendbaarder zijn dan wellicht wordt verondersteld. Beseft moet worden dat NYSE Euronext en LSE nog slechts 3.200 respectievelijk 1.000 medewerkers tellen. Ook hun actuele beurs-

kapitalisatie is niet imposant: 6,9 miljard dollar versus 1,8 miljard pond.

Tenzij wij verwachten dat de effecten- en derivatenhandel op den duur geheel verdwijnt, lijkt de pessimistische visie op dit moment behoorlijk overtrokken. De handel blijft door technologische veranderingen heel waarschijnlijk fors groeien en beide partijen zijn goed gepositioneerd om op welke manier dan ook daarbij betrokken te blijven.

Geleidelijk beginnen de verhoudingen op de kapitaalmarkten zich te normaliseren waardoor in 2010 beter zicht op beide beursbedrijven zal ontstaan, zodat de stemming rond deze fondsen markant kan verbeteren. Betere winstcijfers kunnen daar een belangrijke bijdrage aan leveren. Beide bedrijven zullen juist vanaf 2010 gaan profiteren van de synergieën die hun fusies beloven te genereren. Voor NYSE Euronext kan in 2010 een winstherstel tot 1,20 dollar per aandeel optreden. Dat geeft het fonds op de huidige koers een koers-winstverhouding van 21,6. Een winst van 65 pence voor LSE in 2010/11 lijkt geen al te grote krachttoer. Op de huidige koers levert dat een koers-winstverhouding op van 10,6.

Wijdverspreide misinterpretatie van wat gaande is levert kansen op. Beide fondsen bieden perspectief op aanzienlijk koersherstel. Niet alleen door de aanmerkelijk lagere waardering maar ook door de getoonde gretigheid van het management om te breken met traditionele modellen verdient LSE om dit moment de voorkeur. ■