

Uitgaande van een geringe autonome omzegtgroei voor NYSE Euronext in 2011 en 2012 en een wat hogere groei voor Deutsche Börse, zou in 2012 hun gezamenlijke omzet 4,7 miljard euro kunnen bedragen met een zwaartepunt op derivaten, clearing en settlement en een verder teruggevallen aandeel van cash trading. Gelet op de hoge fusiekosten die beide partners voor hun recente fusies moesten ophoesten, moet verwacht worden dat in 2012 de synergieën na aftrek van integratiekosten per saldo nog negatief zullen uitvallen.

Aandeelhouders in Deutsche Börse zullen hun aandelen een op een tegen de aandelen van de nieuwe beurzenholding kunnen ruilen. Die in NYSE Euronext zullen daarvoor 2,128 aandelen moeten opofferen. Tegen de huidige, door het bod opgelopen koers van 37 dollar, betalen ze dus omgerekend 58 euro en dat zit een fractie boven de huidige koers van Deutsche Börse. Van speculatie op een hoger bod van een andere partij is dus op dit moment nauwelijks sprake.

Met de huidige koers-winstverhouding van 12,7 lijkt Deutsche Börse redelijk gewaardeerd. Nagestreefde synergieën zullen echter de eerste paar jaar tegen hoge integratiekosten wegvallen. Daarnaast is er het risico van mogelijk dure voorwaarden die toezichthouders aan hun goedkeuring zullen verbinden. Tenslotte houdt de automatisering niet op bij cash trading en op den duur zal ook de derivatenhandel dezelfde prijsdrukkende effecten ondergaan. Er is reden voor scepsis en een bijzondere beleggingsopportunity lijkt zich niet echt voor te doen. ■



**DEUTSCHE BÖRSE (DB1.DE)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	2012pf
Cash trading (Xetra)	314	435	399	292	262	225	400
Derivatent trading (Eurex)	598	714	1.010	838	859	1.000	2.300
Clearing (Clearstream)	700	768	769	743	761	800	1.300
Informatiediensten	148	168	181	189	225	240	700
Software, Technol. etc.	94	100	96	0			
Totaal opbrengsten	1.854	2.185	2.455	2.062	2.106	2.265	4.700
Ebit	1.028	1.346	1.508	638	528	1.200	2.000
Nettowinst € mln)	669	912	1.033	496	418	800	1.400
EV/balanstotaal	20,4%	12,4%	11,0%	15,8%	15,0%	16,0%	52,5%
Rendement TV	9,3%	7,0%	6,2%	3,5%	2,6%	6,0%	10,0%
Rendement EV	30,1%	39,3%	41,1%	18,0%	14,2%	25,8%	20,4%
Ebitmarge	55,4%	61,6%	61,4%	30,9%	25,1%	53,0%	42,6%
Nettowinstmarge	36,1%	41,7%	42,1%	24,1%	19,8%	35,3%	29,8%
WpA	€ 3,36	€ 4,70	€ 5,41	€ 2,67	€ 2,25	€ 4,32	€ 4,55
Dividend	€ 1,70	€ 2,10	€ 2,10	€ 2,10	€ 2,10	€ 2,10	€ 2,50
Uitst. aand. (mln)	199	194	191	186	185	185	308
Koers ult. & 25/2/11	€ 135,75	€ 50,80	€ 58,00	€ 51,80	€ 58,00	€ 55,85	
K/W	40,4	10,8	10,7	19,4	25,8	12,9	12,7
Marktkapitalisatie (€ mrd)	27,0	9,9	11,1	9,6	10,7	10,3	17,8