

Fnac - Darty : un mariage de raison que la bourse ne va pas forcément valider



La Fnac a officialisé mercredi 30 septembre son offre de rachat proposée à Darty.

Avec Alain
Pitous

Pas de changement dans notre vision des marchés cette semaine : la volatilité reste importante et de nombreuses questions sont posées concernant la croissance. **Notre idée est de revenir prioritairement sur les marchés européens en fonction des opportunités.**

Cette semaine, l'actualité sur les valeurs nous a conduits à nous intéresser à l'offre lancée par Fnac sur Darty : en effet, la Fnac a proposé le 30 septembre de reprendre Darty pour 720 millions d'euros.

Dans ce type de dossier nous analysons les deux aspects : l'aspect "industriel" à court, moyen et long terme ainsi bien sûr que l'aspect "financier".

Sur le papier, l'idée de la Fnac arrive à un bon moment : les deux entreprises ont connu des difficultés il y a quelques temps. Fnac et Darty sont sortis de l'ornière, il y a 2 ans pour la Fnac, plus récemment pour Darty. Le moment est donc bien choisi pour envisager une opération de développement. **Visiblement, Darty est favorable à l'idée proposée par la Fnac de créer en fusionnant le plus grand groupe français de distribution d'électronique et de produits techniques. Une fusion permettra à coup sûr de diminuer les coûts d'approvisionnement ; ce qui est de toute façon positif pour défendre les parts de marchés cumulées des deux entités et de préserver voire améliorer les marges.**

Sur le plan de la culture d'entreprise, les enseignes ont des approches très différentes : il est difficile à ce stade d'envisager les collaborations et les complémentarités à mettre en place. Ce sujet est d'autant plus difficile à traiter qu'un tiers des magasins du nouvel ensemble se trouvent en région parisienne . Il n'y a donc pas vraiment de complémentarité ou d'expansion géographique. Le projet est pratiquement exclusivement un sujet franco-français : il n'y a quasiment pas d'implantation de Darty ou Fnac hors de France.

De ce fait, l'idée de penser que l'opération est destinée à contrer le développement du e-commerce paraît erronée : la taille du nouvel ensemble restera assez faible à l'échelle internationale. C'est un bon début qui permet d'asseoir le positionnement en France et de gagner un peu de temps face aux Amazon, Google et Apple par exemple qui continue de déployer leur colossale force de frappe à l'échelle planétaire.

Sur l'aspect industriel, notre conclusion est que l'opération est intéressante mais ne changera pas fondamentalement la donne à plus long-terme. Elle risque aussi de se heurter à une problématique de culture d'entreprise... Enjeu clé dans une fusion.

L'aspect financier est en fait plus simple : le montage financier proposé par la Fnac n'est pas satisfaisant.

-
- Les synergies chiffrées envisagées par la Fnac sont significatives et permettent d'envisager une rentabilisation rapide de l'opération, si tout va bien. Nous pensons que cela prendra plus de temps que ne l'envisage la Fnac.
 - La Fnac propose un échange de titres. Rien ne sera payé en cash : les actionnaires anglais de Darty ne vont pas aimer. Apporter des titres en livres sterling pour se retrouver avec des titres en euros aura un effet immédiat : ils vont vendre dès qu'ils auront les titres. Pas terrible pour les autres porteurs.
 - Le prix est insuffisant : Fnac propose un prix équivalent à 101 pence par action pour Darty. Cela représente une prime de 25%... Attractive en apparence mais qui ne suffira pas pour "amortir" les coûts et les risques liés à toute fusion. De plus, il est possible que les autorités de la concurrence demande au nouveau groupe issu de la fusion de céder quelques magasins ; ce qui obérerait le résultat de l'ensemble.

Le point positif de l'approche de Fnac est qu'en payant en titres, le nouveau groupe n'aura pas à supporter des coûts liés à un endettement trop important. Les opérations financées par de la dette sont très souvent mal appréciées par le marché. Le contexte actuel l'a montré : **des titres comme Altice/Numéricable ou pire Glencore ont été sévèrement sanctionnés par le marché ces derniers temps, essentiellement à cause d'une dette liée à des rachats d'entreprises trop importante.**

En conclusion : le deal est intéressant dans la mesure où il permet de défendre des parts de marché en France de manière assez peu risquée du fait d'un endettement nul pour financer l'opération. En faire une opération rentable prendra du temps du fait de cultures d'entreprises fortes et différentes. A notre avis, les actionnaires de Darty feront monter les enchères pour suivre l'opération. De ce fait, le risque que le deal ne se fasse pas n'est pas négligeable. **De notre côté, nous ne sommes donc pas acheteur de Fnac à court-terme et attendrons les premiers effets de la nouvelle organisation pour nous positionner éventuellement.**