Intercontinental Exchange

ICE · Revisión v8 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 27/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 160.10 USD

Publicación en la web: 30/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	9.20/10
Oportunidad:	8.60/10
NOTA FINAL:	8.90/10

Compra selectiva

Riesgo: Medio

Redes de negociación y datos difíciles de sustituir, con caja elevada; MarketAxess añade deuda y ejecución a una valoración razonable, no excepcional.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

ICE reúne liquidez en derivados, compensación y datos que se refuerzan entre sí. Cambiar de mercado no depende sólo de software: requiere contrapartes, garantías, regulación e integración. Aproximadamente la mitad de ingresos son recurrentes; el resto sigue expuesto a actividad de mercado. Nasdaq es una referencia estructural de plataformas, CME de derivados y Moody's de datos, pero sus mezclas de crédito, negociación y deuda impiden aplicar un múltiplo medio sin conciliación.

El Q2 de 2026 aporta 2.666 millones USD de ingresos netos y 1.353 millones recurrentes. El BPA ajustado de 1,90 USD no es el contable de 1,69 USD. En H1, el ajuste retira ganancias de valoración de inversiones por 452 millones y añade amortizaciones de intangibles; ni la ganancia ni toda amortización equivalen a caja económica recurrente.

El puente primario H1 es CFO 3.324 menos capex 208 menos desarrollo capitalizado 230 = FCF 2.886 millones USD; retirar 286 millones netos de tasas Section 31 deja FCF ajustado 2.600 millones. El software aquí se presenta por separado y se descuenta una vez. Las tasas cobradas pendientes de remitir no son caja del propietario. Intereses y pagos fiscales están dentro de CFO. El 10-Q permite cerrar SBC: 145 millones USD reconocidos en gasto más 15 capitalizados como software, ambos no monetarios y fuera del desembolso de desarrollo de 230. Cargar una vez los 160 millones deja proxy económico semestral de 2.440 millones USD. No se resta otra vez la dilución por la misma remuneración. Además, 843 millones destinados a inversiones financieras son un uso real de capital: no se distribuyen también, ni se suman activos a ganancias ya capitalizadas. Recompras de 1.202 y dividendos de 591 consumen el presupuesto; no se promete mantener ambos repartos mientras se desapalanca.

MarketAxess aporta ejecución institucional de renta fija, pero requiere aproximadamente 6.000 millones USD de contraprestación patrimonial, frente a 5.700 millones de EV, financiados con nueva deuda. Las sinergias de 100 millones anuales tardarían tres años y el retorno a apalancamiento bruto de 3 veces o menos es objetivo de 18–24 meses tras cierre. La autorización regulatoria parcial no equivale al cierre ni al efectivo realizado. La guía de capex de 850 millones financia inversión orgánica; adquisiciones no se añaden gratis al crecimiento.

Valoración y exigencias del precio

Al 27/10/2026, 160,10 USD implica 19,6 veces el BPA 2026 de consenso de 8,18 USD, no una previsión propia confirmada. El PDF combina PER de cabecera 19,9 con cifras redondeadas; con 7,08 USD contables LTM el cociente es 22,6 veces. No capitalizo la misma inversión financiera como beneficio y como activo adicional.

Sensibilidad contemporánea: beneficio normalizado ajustado de 7,0 USD a 18 veces = 126 USD; 8,0 a 21 veces = 168 USD; 9,0 a 23 veces = 207 USD. Para sostener 160,10 USD a 21 veces hacen falta 7,62 USD de beneficio. No son DCF, targets ni probabilidades: muestran que hay poca holgura si la debilidad de volúmenes coincide con presión de costes y múltiplo.

A cinco años, supuesto central de 8 USD de beneficio inicial, crecimiento del 7% anual y 20 veces terminal da 224,41 USD en octubre de 2031. Añadiendo cinco dividendos ilustrativos constantes de 2,05 USD, sin reinversión, la riqueza sería 234,66 USD: aproximadamente 7,9% anual compuesto desde 160,10 USD, no TIR. Con 10% y 22 veces terminal serían 283,45 USD más dividendos, cerca de 12,9% compuesto. Un adverso conjunto con beneficio de 7 USD sin crecimiento y 18 veces deja 126 USD más dividendos. La reinversión y el coste de financiación deben estar dentro del beneficio; si aumenta la deuda o baja la caja, se reducen repartos antes de asumir estos cobros.

La mejor objeción a comprar selectivamente es que el negocio necesita volver a gastar en integración y datos mientras MarketAxess pierde cuota. La contraevidencia es la caja ya generada y el crecimiento recurrente. No atribuyo valor separado a tokenización, IA o ingresos de sinergias no cuantificados; el caso debe funcionar sin ellos.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

La red puede conservar su moat y aun así ofrecer un retorno mediocre si se pagan adquisiciones caras con deuda. Un objetivo de desapalancamiento no es compromiso de refinanciación. Los 1.100 millones USD de caja no restringida y 19.800 millones de deuda a junio son saldos históricos; garantías y fondos de clientes de compensación no son activos libres para pagar deuda corporativa.

El margen hipotecario ajustado del 43% frente al contable del 8% muestra cuánto depende la lectura de intangibles adquiridos. La tecnología y retención necesitan inversión continua. Volatilidad baja puede reducir negociación; tipos altos perjudican originación. No extrapolo automáticamente un trimestre de actividad ni un semestre de caja.

Ciberseguridad, fallos de compensación, regulación y aceptación de nuevos productos son riesgos de pérdida permanente. Los resultados del 29/10/2026 son posteriores al corte y no entran en este juicio. Permanece pendiente la normalización anual de impuestos, inversión y coste de nueva deuda.

Conclusión y justificación de las notas

Compra selectiva, con mantener para posiciones existentes. Empresa 9,2 reconoce redes, datos y caja diversificada; Oportunidad 8,6 refleja una valoración sensata con retorno central moderado y financiación adicional; Nota Final 8,9 es juicio propio sobre la combinación, no una media. Sin sinergias heroicas hay un caso defendible, pero no excepcional.

Por qué podemos estar equivocados: el carácter de infraestructura y mayor recurrencia podrían sostener más crecimiento que el supuesto central, y la integración superar costes. Qué dato nos haría cambiar de opinión: caja anual después de software y SBC, coste definitivo de MarketAxess y evidencia de cuota y sinergias sin deuda estructural creciente. Qué parte de la valoración tiene menos respaldo: el crecimiento por acción sostenido tras integrar la nueva adquisición y conservar un múltiplo terminal de 20–22 veces.

Mantener: la red y la caja observada respaldan conservar al corte; la adquisición aumenta el riesgo pero no acredita por sí sola una tesis rota.

Mantener mientras la caja después de software y remuneración financie inversión y obligaciones y el plan de integración no requiera deuda estructural creciente.

Reducir si integración y coste financiero absorben persistentemente el crecimiento de caja y la pérdida de cuota de MarketAxess continúa sin compensación.

Vender si una pérdida duradera de liquidez, datos o confianza en la compensación destruye la economía de la red, o si financiación e inversión dejan de ser sostenibles.

Conservar puede ser un error si la calidad de la infraestructura oculta un mal retorno sobre el capital pagado por adquisiciones.

La caja anual después de SBC y la ejecución de sinergias no están completamente demostradas al corte.

Qué vigilamos

- Comprobar caja anual después de software, SBC y tasas regulatorias.
- Contrastar cuota, sinergias y trayectoria de deuda tras MarketAxess.

Fuentes y alcance

ir.theice.com · default.aspx

ir.theice.com · default.aspx

www.sec.gov · ice 20260630

Intercontinental Exchange

ICE · v8 · Report 27/10/2026 · Reference 160.10 USD

Company 9.20/10 | Opportunity 8.60/10 | Overall 8.90/10

Selective buy

Risk: Medium

Hard-to-replace trading and data networks with strong cash; MarketAxess adds debt and execution risk to a reasonable rather than exceptional valuation.

Business, developments and cash

ICE brings together derivatives liquidity, clearing and data that reinforce each other. Switching markets requires counterparties, collateral, regulation and integration, not simply software. Approximately half of revenue is recurring and the remainder remains activity-sensitive. Nasdaq is a structural platform reference, CME a derivatives reference and Moody's a data reference, but differing credit, trading and debt mixes preclude applying an unreconciled average multiple.

Q2 2026 delivered USD 2,666 million net revenue and USD 1,353 million recurring revenue. Adjusted EPS of USD 1.90 differs from USD 1.69 GAAP. H1 adjustments remove USD 452 million of investment valuation gains and add intangible amortization; neither the gain nor all amortization equals recurring economic cash.

The primary H1 bridge is CFO 3,324 less capex 208 less capitalized development 230 = USD 2,886 million FCF; removing USD 286 million net Section 31 fees leaves USD 2,600 million adjusted FCF. Software is separately presented here and deducted once. Fees awaiting remittance are not owner cash. Interest and cash tax are within CFO. The 10-Q closes SBC: USD 145 million expensed plus USD 15 million capitalized as software, both noncash and outside the USD 230 million cash development outflow. Charging the USD 160 million once leaves a USD 2,440 million half-year economic proxy. Dilution for the same compensation is not deducted again. A further USD 843 million financial investment outflow is a real capital use, not simultaneously distributed, nor are assets added to already-capitalized gains. USD 1,202 million buybacks and USD 591 million dividends consume the budget; maintaining both payouts during deleveraging is not promised.

MarketAxess adds institutional fixed-income execution but requires approximately USD 6,000 million equity consideration versus USD 5,700 million EV, funded with new debt. USD 100 million annual synergies would take three years and returning to gross leverage of 3 times or less is an 18–24 month post-close target. Partial regulatory clearance is not completion or realized cash. USD 850 million capex guidance funds organic investment; acquisitions are not added to growth for free.

Valuation and price expectations

At 27/10/2026, USD 160.10 implies 19.6 times consensus 2026 EPS of USD 8.18, not a confirmed own forecast. The PDF combines a headline 19.9 multiple with rounded figures; USD 7.08 GAAP LTM EPS implies 22.6 times. I do not capitalize the same financial investment both through income and an added asset value.

Contemporary sensitivity: normalized adjusted EPS of USD 7.0 at 18 times = USD 126; USD 8.0 at 21 times = USD 168; USD 9.0 at 23 times = USD 207. Supporting USD 160.10 at 21 times requires USD 7.62 earnings. These are not a DCF, targets or probabilities; they show limited room for joint volume, cost and multiple pressure.

A five-year central assumption of USD 8 initial earnings, 7% annual growth and a 20 times terminal multiple gives USD 224.41 in October 2031. Adding five illustrative constant USD 2.05 dividends without reinvestment produces USD 234.66 wealth: approximately 7.9% compound annual growth from USD 160.10, not IRR. At 10% growth and 22 times the terminal is USD 283.45 plus dividends, around 12.9% compound growth. A joint adverse case with flat USD 7 earnings and 18 times gives USD 126 plus dividends. Investment and financing costs must be within earnings; higher debt or lower cash requires reducing distributions before assuming these receipts.

The strongest objection to selective buying is that integration and data spending recur while MarketAxess loses share. Actual cash generation and recurring growth provide counterevidence. No separate value is assigned to tokenization, AI or unquantified revenue synergies; the case must work without them.

Risks and monitoring

The moat can survive while shareholder returns disappoint if debt funds overpriced acquisitions. A leverage target is not a refinancing commitment. USD 1,100 million unrestricted cash and USD 19,800 million debt are June snapshots; clearing collateral and customer funds are not freely available corporate assets.

A 43% adjusted mortgage margin versus 8% GAAP highlights the effect of acquired intangibles. Technology and retention require continuing investment. Low volatility can reduce trading while high rates hurt originations. Neither a trading quarter nor half-year cash is automatically extrapolated.

Cybersecurity, clearing failure, regulation and product acceptance create permanent-impairment risks. Results dated 29/10/2026 postdate the cutoff and are excluded. Annual normalization of tax, investment and new debt cost remains pending.

Conclusion and independent score judgments

Selective buy, with hold for existing positions. Company 9.2 recognizes networks, data and diversified cash; Opportunity 8.6 reflects a sensible valuation with moderate central return and additional funding; Overall 8.9 is a separate judgment, not an average. The case is defensible without heroic synergies but not exceptional.

Why we may be wrong: infrastructure status and recurring revenue could sustain stronger growth than the central case and integration could beat its costs. What would change our view: annual cash after software and SBC, definitive MarketAxess financing cost and evidence of share and synergies without structurally rising debt. Least-supported valuation element: sustained per-share growth after integration and a 20–22 times terminal multiple.

Hold: the network and observed cash support retaining shares at the cutoff; acquisition risk alone does not establish a broken thesis.

Hold while cash after software and compensation funds investment and obligations without structurally rising integration debt.

Reduce if integration and financing costs persistently absorb cash growth while MarketAxess share losses continue without offsets.

Sell if lasting loss of liquidity, data or clearing trust destroys network economics, or if funding and investment become unsustainable.

Holding may be wrong if infrastructure quality obscures poor returns on acquisition capital.

Annual cash after SBC and synergy execution are not fully demonstrated at the cutoff.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.