

Présentation des résultats annuels 2007

I. Introduction

Ernest-Antoine SEILLIERE, Président du Conseil de Surveillance

Le Conseil de Surveillance s'est réuni hier pour approuver les comptes de l'exercice. Il a exprimé au Directoire sa grande satisfaction sur la manière dont nos filiales ont performé en 2007. Les résultats qui vous seront aujourd'hui présentés traduisent leur vigueur, leur dynamisme et la force de leurs positions de marché. Nous avons également fait le point de la situation de notre investissement dans Saint-Gobain. Nous avons réfléchi en commun de façon approfondie, entre le Conseil de Surveillance et le Directoire, avant de prendre la décision majeure d'acquérir une position d'actionnaire principal dans l'un des plus grands groupes industriels français. En inscrivant cet actif dans la stratégie d'investissement à long terme de notre Groupe, nous sommes pleinement cohérents avec notre vocation. Nous avons bien sûr pris acte du fait que cet investissement intervenait à un moment où l'économie internationale est secouée par des dérèglements. Mais nous avons la conviction que cet investissement est pour notre Groupe à la fois légitime et constructif.

Notre actionnaire principal, -950 membres de la famille Wendel-, représenté par un Conseil de 18 membres a pris connaissance de façon approfondie du dossier et des circonstances de l'investissement dans Saint-Gobain et y apporte son plein appui. Si notre cours s'est affaibli au cours des derniers mois, la famille Wendel juge que cet affaiblissement appelle un renforcement de sa position dans le Groupe. C'est dans ce but qu'elle a notamment décidé de mettre en place un emprunt d'un montant limité. C'est vous dire la parfaite unité qui existe entre l'actionnariat principal de Wendel, le Conseil de Surveillance et le Directoire, à un moment de l'histoire de notre Groupe riche de promesses pour l'avenir.

Nous présenterons, lors de l'Assemblée générale, une résolution présentant le renouvellement de trois des membres du Conseil de Surveillance de Wendel : François de Wendel, François de Mitry et Jean-Marc Janodet, ancien directeur financier du Groupe. Nous proposons par ailleurs l'entrée au Conseil d'un nouvel administrateur indépendant, Frédéric Lemoine, Président du Conseil de Surveillance d'Areva.

II. Les résultats de l'année 2007

Jean-Bernard LAFONTA, Président du Directoire

1. Faits marquants

L'année 2007 a été marquée par une activité soutenue et de bons résultats. Dans un contexte qui s'est détérioré à compter de l'été 2007 concernant les marchés financiers, nous avons su démontrer que nous étions capables de rester flexibles et mobiles, tout en conservant les fondamentaux de notre stratégie.

Nous avons introduit en bourse Bureau Veritas en octobre 2007, dans un contexte de marché qui était déjà difficile. Cette introduction a été réalisée dans le haut de la fourchette d'introduction proposée par Wendel, ce qui en fait une grande réussite. Wendel a encaissé 1,2 Md€ de cash à cette occasion. Nous avons une très forte ambition pour Bureau Veritas : nous avons pour objectif le

doublément de la taille de Bureau Veritas et l'accroissement de son résultat net dans une proportion de 15 à 20 % par an au cours des cinq prochaines années.

Nous avons acquis une position d'actionnaire principal dans Saint-Gobain. Il nous a semblé que nous pouvions jouer un rôle significatif dans ce Groupe de très grande qualité, tout en trouvant des opportunités de valorisation à des prix moins élevés que dans le *private equity*, où les valorisations étaient devenues excessives, avec des niveaux de leviers financiers très importants.

Nous avons par ailleurs poursuivi notre travail d'optimisation au sein du Groupe, en cédant des actifs pour 200 M€ notamment l'immobilier d'Oranje-Nassau et notre participation de 2 % dans Neuf Cegetel. Enfin, nos filiales ont connu une croissance organique moyenne de 7 % et 30 acquisitions ont été réalisées au cours de l'exercice, pour 760 M€ au total.

Le Groupe est donc constitué, en mars 2008, de sociétés dont Wendel est actionnaire de contrôle ou principal, comme dans Saint-Gobain. Les résultats d'activités sont très satisfaisants dans toutes les sociétés du Groupe, avec un résultat net des activités en croissance de 13 %. Au total, le résultat net part du Groupe, qui comprend des résultats exceptionnels, s'établit à 879 M€

Le résultat non récurrent est constitué d'une plus-value non récurrente de 796 M€ réalisée à l'occasion de l'introduction en bourse de Bureau Veritas. Nous avons également constaté 151 M€ de plus-values sur les actifs financiers. Nous enregistrons un coût, pour l'opération Saint-Gobain, de 345 M€. Nous allons comptabiliser Saint-Gobain dans nos livres à compter de 2008, par mise en équivalence. Il s'agit d'un investissement de long terme et nous ne constaterons plus ou moins-value qu'au moment de la cession des titres.

2. Performances des filiales

a. Bureau Veritas

Bureau Veritas a enregistré en 2007 une très forte croissance organique (+ 10 %) et un résultat opérationnel ajusté en progression de 16 %. Il s'agit d'une très belle performance. Le cours de Bureau Veritas s'est bien tenu depuis l'introduction en bourse, dans un contexte de marché mouvementé. Les opérations d'acquisitions externes ont été assez significatives en 2007 et ont représenté un total de 260 M€ de chiffre d'affaires, avec notamment l'acquisition d'ECA en Espagne et de CCI en Australie. Ces développements auront leur plein effet en 2008.

b. Legrand

Legrand enregistre une croissance organique de 9 % et une progression de son résultat opérationnel ajusté récurrent de 14 %. La croissance organique est bonne dans toutes les zones géographiques. En France et en Italie, alors que la croissance en volume s'est ralentie en 2007, la performance de Legrand est remarquable. Elle provient notamment d'effets de gammes de produits lancés en 2006 et en 2007. La part des pays émergents est devenue significative (25 % du chiffre d'affaires). La croissance en Amérique du Nord est positive (+ 2 %), malgré une conjoncture dans le résidentiel neuf plus difficile, grâce à la bonne performance des produits liés aux économies d'énergie.

La marge de Legrand s'améliore de 60 points de base, grâce à un travail de fond réalisé sur les gains de productivité qui, alliés aux hausses de prix, permettent de compenser les hausses de coûts des matières premières de l'énergie.

c. Materis

Materis enregistre une croissance organique de 7 % et une progression de son résultat opérationnel ajusté de 10 %. La croissance organique est soutenue par des effets positifs sur l'ensemble des segments de marché. La part des pays émergents devient là aussi significative, avec près de 20 %

du chiffre d'affaires. Materis a réalisé onze acquisitions représentant un total de 68 M€ de chiffre d'affaires.

d. Stallergènes

Stallergènes a connu, comme au cours des années précédentes, une très forte croissance organique (+16%) en 2007, avec une progression du résultat opérationnel ajusté de 19 %. Le comprimé Oralair fait aujourd'hui l'objet d'une demande d'autorisation de mise sur le marché, qui est en cours d'instruction par les autorités allemandes. Nous souhaitons optimiser le développement commercial de Stallergènes et nouer avec un laboratoire pharmaceutique un partenariat susceptible de permettre cette optimisation, une fois que l'autorisation de mise sur le marché sera obtenue.

e. Editis

Editis connaît une croissance organique de 2,5 % et enregistre une progression de son résultat opérationnel ajusté de 16 %. Cette performance (réalisée alors qu'Editis perdait les contrats de distribution de Larousse et de Dalloz) résulte des développements éditoriaux, en littérature et en éducation, qui lui permettent de surperformer de 2 à 3 % le marché du livre au cours des dernières années. Il a également été décidé d'amplifier la capacité de distribution d'Editis, au travers de l'acquisition de sociétés de petites tailles – qui crée des effets de levier positifs – ou de la passation de contrats commerciaux avec d'autres acteurs du marché. Des rumeurs ont circulé à propos d'Editis. Nous avons effectivement reçu des marques d'intérêt provenant de groupes français et européens, avec des éléments de financement qui nous paraissent solides. Notre responsabilité d'actionnaires est d'en examiner l'intérêt et le sérieux, pour Editis et pour Wendel, à l'aune, notamment, des performances et des perspectives d'Editis que nous identifions. De ce point de vue, Editis dégage une rentabilité sur capitaux engagés comprise entre 15 et 20 %. Nous envisageons le même type de potentiel pour l'avenir.

f. Deutsch

Deutsch enregistre une croissance organique de 4 %, en ligne avec nos anticipations. Ce groupe, spécialisé dans les connecteurs de haute performance qui équipent notamment des avions, des missiles, des plateformes offshore et des véhicules lourds, a été acquis par Wendel en juin 2006. Il était alors constitué de sociétés indépendantes et une de nos premières tâches fut d'organiser Deutsch comme un groupe mondial, organisé autour de deux divisions. Des synergies commerciales sont également explorées.

Ces travaux se traduisent, en 2007, par des coûts d'investissement. Nous avons également procédé, en 2007, à des acquisitions sélectives importantes : celles de LADD (distributeur exclusif des produits de la division Industrie aux Etats-Unis) et Servo, distributeur de connecteurs pour les véhicules de sport automobile.

Le résultat opérationnel de Deutsch reste stable, tandis que la marge opérationnelle recule de 150 points de base environ. Nous attendons, du fait des programmes lancés, des gains de marge d'environ 300 points de base dans les deux prochaines années. Le début de l'année 2008 nous paraît en ligne avec nos anticipations.

g. Stahl

Stahl a connu une année contrastée. Nous avons mis en place une nouvelle équipe de management de Stahl au début de l'année 2007 ; cela est perceptible dans les résultats, avec un premier semestre toujours difficile puis un second semestre en forte progression : croissance du résultat opérationnel ajusté de 26 % et croissance organique de 3 %.

h. Oranje-Nassau

Oranje-Nassau a vu sa production pétrolière progresser de 8 %, notamment grâce à la mise en production du champ pétrolier Buzzard. Oranje-Nassau a également réalisé une plus-value significative en cédant la totalité de son patrimoine immobilier. Le prix du baril est resté constant en euros entre 2006 et 2007, avec un prix moyen de 52,9 euros par baril. Nous avons signé un accord visant l'acquisition d'une participation dans un champ pétrolier au Gabon, Devon, pour 206 millions de dollars. Elle devrait être finalisée dès que nous aurons reçu l'agrément des sociétés gabonaises.

i. Saint-Gobain

Nous avons acquis une position d'actionnaire principal dans Saint-Gobain et nous avons trouvé, avec le Conseil de Saint-Gobain, un accord en l'espace de trois mois sur les termes de notre participation à la gouvernance. Nous avons notamment discuté de la stratégie et travaillé sur les potentiels d'amélioration. Nos demandes (qui portaient par exemple sur la création d'un Comité stratégique) ont été acceptées et il a été convenu de limiter pendant deux ans l'expression des droits de vote double, à 34 % des voix exprimées au cours des assemblées générales en 2010 et 2011.

Une analyse approfondie des fondamentaux et des potentiels de Saint-Gobain a été entreprise, sur la base, notamment, de plus de 500 entretiens menés avec des clients, des partenaires et des concurrents de Saint-Gobain en France et à l'international. Nous avons également analysé les performances opérationnelles et financières historiques du Groupe sur les vingt dernières années, en procédant à des comparaisons avec les concurrents et les meilleures pratiques du marché. Une convergence s'est dessinée entre Wendel et Saint-Gobain, depuis la fin de l'année 2007, sur les axes stratégiques :

- le recentrage sur l'habitat, ce qui passe notamment par la cession des emballages en verre, qui doit, à nos yeux, se réaliser dans de bonnes conditions de prix ;
- le développement dans les pays émergents, où les marchés sont les plus dynamiques ;
- les produits à forte croissance, notamment les produits porteurs d'économies d'énergie ;
- l'excellence opérationnelle, notamment par la réduction des frais généraux, la centralisation des achats et l'excellence industrielle.

D'autres potentiels doivent certainement être examinés, en particulier en ce qui concerne des politiques de sourcing, la productivité, la politique de prix et la gestion des capacités ou encore l'optimisation de l'organisation et des structures.

Au 26 mars 2008, Wendel détient 20,6 % du capital de Saint-Gobain, soit 77,2 millions de titres. En vertu de l'accord de gouvernance qui a été conclu, Wendel peut augmenter sa participation jusqu'à 21,5 % du capital. Les financements ont été structurés pour permettre à Wendel de porter sa participation à ce niveau-là, tout en optimisant son profil de risque, notamment par l'acquisition de *puts*, pour 400 M€, ayant pour échéance 2011 et 2012. Ils permettent de protéger 40 % de l'investissement. Les ressources propres de Wendel engagées dans cet investissement s'élèvent à 1,6 Md€. Pour le reste, des financements nets bancaires long terme sans recours de 4,3 Mds€ ont été mis en place. Ces financements sont adaptés à la stratégie long terme de Wendel du fait de leur maturité de 3 à 5 ans. Ils sont sans recours sur Wendel et sont composés par 2 Mds€ de financements nets sans appels de marge, car couverts par les protections acquises et par 2,3 Mds€ de financements nets avec appels de marge. A ce jour, le niveau maximum d'appels de marge résiduel se monte à 1,5 Mds€- dans l'hypothèse peu probable vous en conviendrez d'une baisse du cours de Saint-Gobain à 0. Wendel dispose pour faire face à ces éventuels appels de marge d'un bilan solides et liquide, avec d'une part de 1,3 Mds€ de trésorerie disponible, de 3,4 Mds€ de titres cotés et d'autre part d'un crédit syndiqué non tiré de 1,25 Mds€

3. La stratégie et la performance de Wendel

Notre métier d'actionnaire s'inscrit dans la durée. Nous le fondons sur des convictions, en terme de vision industrielle, appliquées à des sociétés dont nous apprécions le potentiel et les positions de marché. Lorsque nous estimons pouvoir jouer un rôle utile dans le développement de certaines sociétés, nous sommes intéressés par un investissement dans ces entreprises.

Nous avons des objectifs de diversification, sur le plan géographique et en terme de métiers. La France représente aujourd'hui 31 % du chiffre d'affaires global du Groupe. Nous avons également des objectifs de discipline financière, avec des objectifs de création de valeur à long terme (cinq à dix ans) et nous nous efforçons d'allouer des ressources longues à ces investissements qui s'inscrivent dans la durée. Enfin, nous avons le souci de disposer d'une liquidité très élevée. Nous disposons actuellement d'un niveau de trésorerie voisin d'1,6 Md€, pour des actifs cotés qui représentent environ 6 Mds€

L'évolution du Groupe au cours des cinq dernières années témoigne du maintien, sur cette période, d'un équilibre financier rigoureux. Nous avons réalisé, entre 2002 et 2007, des acquisitions pour un total de 3,8 Mds€ et des cessions pour un total de 3,6 Mds€. Notre bilan est solide, grâce notamment à une stricte discipline financière : dette obligataire longue (maturités 2011 à 2017), de crédit (définition donnée dans le slide) inférieur à 30% au cours des 5 dernières années. Nous avons amélioré les conditions du crédit syndiqué dont nous disposons auprès de 10 banques au lieu de 8 auparavant, pour un montant total porté à 1,25 Md€

L'actif net réévalué de Wendel s'établit, à ce jour, à 113 euros par action, selon une méthodologie de calcul inchangée. La valorisation par somme des parties, en utilisant le consensus des analystes, pour chaque actif coté (Bureau Veritas, Legrand, Stallergènes, Saint-Gobain) s'établirait à 125 euros.

Malgré une baisse de notre cours de bourse depuis l'été dernier, notre performance demeure bonne. Nous avons multiplié le cours de Wendel par un peu plus de trois en cinq ans, tandis que le CAC 40 progressait de 60% (soit une surperformance de 14 % par an). Sur les cinq dernières années, notre cours de bourse a réalisé une progression de 278 % (soit une croissance annuelle moyenne de 31 %), ce qui constitue une des meilleures performances de notre secteur.

4. Objectifs

Nous entendons toujours doubler l'actif net réévalué à l'horizon 2012. Nous souhaitons aussi assurer la progression du dividende de 15 % en moyenne, sur une période de cinq ans.

Nous proposerons, lors de la prochaine Assemblée générale de Wendel le 9 juin prochain, un dividende ordinaire de 2 euros. Nous ne proposerons pas de dividende exceptionnel.

III. Echanges avec la salle

De la salle

Je souhaiterais un complément d'information à propos d'Editis. Mis à part les critères d'ordre financier, d'autres critères pourraient-ils influencer votre décision, en particulier des critères de rayonnement de la francophonie, d'une façon générale ?

Jean-Bernard LAFONTA

Trois critères nous guident dans cette démarche. Le premier est d'ordre financier et industriel : nous sommes avant tout soucieux du développement d'Editis. Nous avons défini, avec Alain Kouck, une stratégie de croissance articulée autour de plusieurs axes (développement dans le numérique, achat de petites maisons d'édition et amplification de leur développement, internationalisation d'Editis). C'est au regard de ces enjeux que nous apprécions l'intérêt d'une opération éventuelle pour Editis.

De la salle

J'ai du mal à comprendre comment un investisseur de long terme peut en arriver à couvrir une partie de son investissement, par frilosité. Les banquiers vous ont-ils demandé de sécuriser une partie de votre patrimoine ?

Par ailleurs, quand la décision d'achat des *puts* a-t-elle été prise et à quel prix ces titres sont-ils couverts ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous avons mis en place des protections qui correspondent à la structuration du financement mis en œuvre. Nous essayons de faire en sorte que le profil de risque du financement soit optimisé, au regard du bilan de Wendel et de la liquidité de ce bilan, de même que, pour un investissement non coté, nous utilisons des financements structurés. Nous recherchons en effet toujours un équilibre optimal dans la répartition et la structure de ces différents modes de financement. Nous le faisons pour chaque investissement.

Nous ne communiquons pas sur les modalités précises de réalisation de nos opérations de couverture. En revanche, comme nous l'avons indiqué, le coût de mise en place des protections est de 400 M€

De la salle

Avez-vous eu d'autres marques d'intérêt, mise à part celle de Planeta ? Par ailleurs, quels sont les secteurs du Groupe qui pourraient contribuer à l'objectif de rentabilité sur capitaux employés que vous avez indiqué ?

Jean-Bernard LAFONTA

Des marques d'intérêt émanent de plusieurs groupes qui ont souhaité que nous maintenions leur identité confidentielle. Pour répondre à votre seconde question, le résultat d'Editis représente un rendement d'environ 15 % des fonds propres investis par Wendel. Or, nous estimons que nous sommes en mesure d'amplifier la croissance d'Editis qui a été réalisée, malgré la perte de deux contrats majeurs (Larousse et Dunod-Dalloz).

De la salle

Avez-vous pris l'engagement de ne pas sortir du capital de Legrand cette année ?

Jean-Bernard LAFONTA

J'ai indiqué que les rumeurs étaient infondées. Avec KKR, nous partageons le même point de vue sur le potentiel de Legrand et les rumeurs que nous avons vu circuler au cours des derniers jours n'ont pas de fondement. Sans doute certains opérateurs du marché ont-ils intérêt à faire circuler ces rumeurs. Les résultats de Legrand sont aujourd'hui 30 à 40 % au-dessus de leur niveau au moment de l'introduction en bourse. Or, le cours de Legrand est à peine supérieur au cours d'introduction en bourse. Sans doute la valorisation actuelle de Legrand ne correspond-elle donc pas à ce que peut attendre un investisseur de long terme. En outre, le profil de Legrand nous paraît plus solide aujourd'hui qu'il ne l'était au moment de l'introduction en bourse : aujourd'hui, Legrand peut, de notre point de vue, générer une croissance organique marge, dans la durée, supérieure à 3 ou 4 %, notamment grâce au poids accru des pays émergents (25 %) dans son chiffre d'affaires.

De la salle

Quel est le coût de la couverture, concernant l'opération de Saint-Gobain ?

Jean-Bernard LAFONTA

Le coût des protections s'élève à 400 millions d'euros.

De la salle

Quelles sont vos intentions concernant Oranje-Nassau, qui est la seule structure non endettée du Groupe et qui représente environ la moitié de votre actif non coté ?

Jean-Bernard LAFONTA

Oranje-Nassau représente 15 à 20 % de notre actif non coté et génère environ 125 M€ de cash flow opérationnel en 2007. Nous avons une politique de couverture du prix du baril qui est assez conservatrice, ce qui nous amène à couvrir 50 à 70 % de la production future sur les trois ou quatre prochaines années. Nous appréhendons directement la valorisation actuelle et future de la production au travers du cash flow opérationnel de 125 M€ que nous recevons.

De la salle

Compte tenu d'une échéance fixée au mois d'avril, l'année 2008 marque une étape, dans le pacte d'actionnaires de Legrand, ce qui vous permet de faire évoluer votre position. Par ailleurs, vous avez acquis des droits de vote double. Quel est votre pourcentage, en droits de vote, au sein de Legrand ?

En ce qui concerne Saint-Gobain, vous n'échappez pas au règlement de l'AMF qui vous obligera à lancer une offre si vous dépassez le seuil de 34 % des droits de vote, si vous êtes les seuls à disposer de droits de vote doubles. Vous serez donc vraisemblablement obligés de lancer une offre d'ici deux ans.

Jean-Bernard LAFONTA

Pour répondre à votre première question, nous avons un droit de première offre réciproque, entre KKR et Wendel, qui continue d'exister. Au cours des années à venir, nous pouvons, en théorie,

empêcher une cession par l'autre partenaire. Ceci n'aura pas d'effet pratique, car le droit de première offre est primordial, dans ce type de pacte.

En ce qui concerne les droits de vote doubles, je puis vous indiquer que Wendel et KKR auraient 75 % des droits de vote, après comptabilisation des droits de vote doubles. Mais cela n'a pas d'impact pratique sur notre raisonnement, en termes de niveau de participation dans le capital de Legrand.

S'agissant de Saint-Gobain, seule compte la part que nous représentons dans les droits de vote. Les droits de vote doubles nous placent à environ 32 % de l'ensemble des droits de vote de Saint-Gobain, du moins selon notre calcul, ce qui est inférieur au seuil de déclenchement d'une offre.

De la salle

Qu'advierait-il si un autre actionnaire atteignait le seuil de 11 % ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous avons considéré qu'à partir du moment où un autre actionnaire détiendrait environ la moitié de notre participation (qui s'élève jusqu'à 21,5 % du capital), cela constituerait un élément significatif nouveau qui nous amènerait à disposer d'une liberté totale sur l'ensemble de notre participation. Les engagements que nous avons pris seraient alors caducs.

De la salle

Votre opération, en ce qui concerne Saint-Gobain, semble entériner le fait que la gestion de ce Groupe a été loin d'être optimale jusqu'à présent. En tout état de cause, la stratégie que vous avez présentée concernant cette Société ne semble pas faire état d'éléments réellement nouveaux. Pouvez-vous le confirmer ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous avons acheté à des prix d'acquisition qui représentent des multiples de l'ordre de 6,5 fois l'EBITDA et moins de 12 fois le résultat net. Cela ne nous paraît pas déraisonnable. Notre démarche ne traduit pas du tout une appréciation négative du travail effectué par le management de Saint-Gobain : l'identification d'un potentiel n'est nullement synonyme d'une appréciation négative du travail effectué jusqu'alors. Saint-Gobain est un groupe de très grande qualité, en termes de positions de marché, de capacité à générer du cash flow et en terme de qualité de management. Il existe des potentiels de diverses natures, concernant par exemple l'importance des pays émergents (qui n'est que de 15 % aujourd'hui) ou la position compétitive de certaines activités. Vous pourrez observer que les produits de Saint-Gobain sont essentiellement des produits locaux, qui ne se transportent pas. Plus largement, l'histoire d'un groupe industriel ne s'arrête jamais, quelle que soit la qualité du management mis en œuvre. Je crois même que plus la qualité d'un groupe est grande, plus ses potentiels sont élevés.

De la salle

Vous avez « poussé le bouchon » assez loin en termes de leviers, ce qui a d'ailleurs été sanctionné par les agences. Quels engagements pouvez-vous prendre afin de stabiliser cette situation et pouvez-vous faire le point sur les conversations que vous avez avec ces agences ?

Jean-Bernard LAFONTA

Je tiens tout d'abord à vous rappeler que le bilan de Wendel est de loin le bilan le plus liquide que nous ayons eu au cours des dernières années – et S&P le souligne clairement :

1. Pour mémoire, notre trésorerie se monte actuellement à près de 1,6 Md€ de trésorerie contre des niveaux de 300 à 600 M€ dans le passé. Ceci n'est pas le fruit du hasard : nous avons toujours considéré que la liquidité était une priorité : c'est pourquoi nous avons toujours pré-financé nos échéances, cédé des actifs avant de nouvelles acquisitions...ce dont nous ne pouvons que nous féliciter actuellement
2. En plus de notre trésorerie, nous disposons de € 3,4 millions d'actifs liquides et d'une facilité de €1,25 milliards non utilisée.

La manière dont nous avons structuré nos financements sur Saint-Gobain est en ligne avec notre politique d'investissement long terme dans nos participations et notre volonté d'optimiser le risque pour Wendel, précisément :

1. *Politique d'investissement long terme* : les financements sont appropriés à la durée de nos investissements. Les financements Saint-Gobain ont des maturités 2011/ 2012
2. *Optimisation du risque Wendel* : Sur les 4,3 Mds€ de financement de Saint-Gobain, 2 Mds€ sont sans appels de marge et protégés par des couvertures ; 2,3 Mds€ sont des financements avec appels de marge.

Nous vous rappelons également nos objectifs de politique financière, connus de S&P :

1. surveiller en temps réel l'évolution du ratio de dette nette/actif brut réévalué, que nous souhaitons maintenir sous 30 %. Je rappelle que ce ratio illustre une fois de plus la prudence de Wendel en terme de politique financière car ce ratio est bien en de ça des covenants que nous avons sur notre facilité bancaire non utilisée
2. suivre l'évolution de la valeur de Wendel à l'horizon 2011-2017 ; ce second point nous conduit, au moins une fois par an, à analyser en détail l'ensemble des business plans de nos activités, leurs perspectives d'évolution et à en déduire les perspectives de valorisation du Groupe qui nous paraissent raisonnables. Cela nous conduit aussi à engager des réflexions sur le périmètre du Groupe.

De la salle

Avez-vous modifié la méthodologie de calcul de l'actif net réévalué et pouvez-vous indiquer le montant comptabilisé pour Eritis ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous ne communiquons pas le détail de l'actif net réévalué ligne par ligne et il n'y a pas de changement de méthodologie.

De la salle

Un calcul rapide du ratio de dette nette sur l'actif brut réévalué, corrigé de ce qui est aujourd'hui nanti, conduit à un ratio d'un peu plus de 30 %. Avez-vous pris un engagement concernant le

niveau de votre notation BBB-, sachant que la dette portée par Wendel est essentiellement obligataire ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous travaillons dans la durée pour respecter nos ratios et maintenir une forte liquidité, en ligne avec notre politique financière et les caractéristiques d'une compagnie *investment grade*.

Nous avons un dialogue régulier avec S&P qui connaît les principes et objectifs de notre politique financière. Naturellement, in fine les décisions de notation appartiennent à S&P, et je précise qu'elle n'a pas d'impact sur le coût et la disponibilité de nos financements.

De la salle

Avez-vous rencontré les agences et avez-vous pris des engagements à leur égard ?

Jean-Bernard LAFONTA

Comme je viens de vous le dire, nous avons des contacts réguliers avec S&P. Ils connaissent les principes et objectifs de notre politique financière.

De la salle

Vous avez mis en place des protections pour un montant de 400 M€ On peut imaginer que ces protections sont activées. Quelle est leur valeur actuelle ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous ne communiquons pas spécifiquement la valeur de ces protections mais elle évolue en effet, en valeurs de marché instantanées. La façon la plus simple de raisonner consiste à considérer que nous avons aujourd'hui une exposition de 60 % à la baisse (on pourrait dire que nous avons protégé 40% de notre investissement) , et à la hausse pour l'intégralité de l'investissement.

De la salle

La dette de Saint-Gobain n'apparaît pas dans le tableau d'échéances obligataires qui figure dans votre slide 40, pourquoi ?

Jean-Bernard LAFONTA

Il s'agit d'une dette sans recours et nous ne faisons figurer dans ce tableau que la dette avec recours sur Wendel.

Merci à tous pour votre participation.