

Présentation des résultats

1^{er} semestre 2006

I. Introduction

Ernest-Antoine SEILLIERE, Président du Conseil de Surveillance

Mesdames et Messieurs, avant que Jean-Bernard Lafonta ne vous rende compte des résultats semestriels de WENDEL Investissement, je vous signale que le Conseil de surveillance, qui s'est réuni hier pour prendre connaissance de ces résultats, a formulé trois commentaires. D'abord, il a félicité le Directoire et l'équipe de WENDEL Investissement pour son travail relativement considérable qui a produit de bons résultats. Ensuite, il a souligné que la progression des résultats des activités du Groupe est fondée sur une croissance organique des filiales et une gestion extrêmement sérieuse, ce qui constitue une base solide pour le futur. Enfin, il a observé que, tant au niveau des filiales qu'au niveau du Groupe, la politique d'acquisitions est très dynamique, donc que l'avenir ne se présentait pas sous un jour défavorable.

II. Faits marquants

Jean-Bernard LAFONTA, Président du Directoire

Le premier semestre a été riche en événements, en particulier en termes de développement. Nous souhaitons vérifier l'efficacité de notre modèle en France, mais aussi à l'international. WENDEL Investissement fait partie des sociétés d'investissement les plus importantes en Europe, mais présente une particularité : celle d'être un actionnaire de long terme. Au cours du premier semestre, nous avons démontré l'efficacité de notre modèle puisque nous avons été capables de réaliser trois acquisitions sur quatre à l'international : Deutsch aux Etats-Unis et Stahl et AVR aux Pays-Bas. Nous avons également acquis Materis, un groupe français leader mondial dans son secteur. A la fin de l'année 2004, nous avons pour objectif, au cours des cinq années suivantes, de réaliser 1,5 milliard d'euros d'acquisitions au niveau du Groupe et 1,3 milliard au niveau de nos filiales. Aujourd'hui, nous sommes plutôt en avance sur ces objectifs, ce qui pourrait nous conduire à les réajuster à la hausse.

Depuis le début de l'année, Legrand a acquis quatre sociétés, en particulier une entreprise leader en Chine. Cette société dispose désormais de positions très fortes dans ce pays, mais aussi en Inde, au Mexique et en Europe de l'Est. Bureau Veritas a également continué sa marche en avant, après une année 2005 très riche en acquisitions. Il en est de même pour Editis, avec l'acquisition de la maison d'édition XO et de DNL.

Le premier semestre a également été marqué par le retour en bourse de Legrand, qui a connu un succès exceptionnel puisque la demande a atteint 31 milliards d'euros, pour une offre d'un milliard

d'euros. Sur la base de la valeur actuelle de Legrand, nous aurions multiplié par trois notre investissement, réalisé voici quatre ans, mais, comme vous le savez, il n'est pas dans notre intention de nous séparer de cette participation à court terme.

Aujourd'hui, le Groupe a vu son périmètre évoluer puisque Materis, Deutsch, Stahl et AVR ont été intégrées. Nous sommes en situation de contrôle dans toutes les sociétés de WENDEL Investissement, à l'exception de Neuf Cegetel. Les résultats du premier semestre sont satisfaisants. Le chiffre d'affaires progresse de 16 % à périmètre constant pour atteindre 1,7 milliard d'euros. Le résultat net part du Groupe augmente de 31 %, à 197 millions d'euros, ce qui correspond au double du résultat annuel que nous dégagions voici quatre ans. Nous avons investi 740 millions d'euros de fonds propres dans quatre acquisitions sans réduire significativement notre capacité d'investissement puisque notre ratio de crédit S&P s'établit à 21 %. Le dividende ordinaire a cru de 22 % et a été complété d'un dividende exceptionnel de 60 centimes.

III. Résultats consolidés

L'ensemble des participations a vu ses résultats augmenter, en moyenne, de 17 %. Elles apportent toutes une contribution croissante à l'exception d'Oranje-Nassau. Nos frais généraux et nos coûts de financement sont bien maîtrisés puisqu'ils restent stables. Le résultat non récurrent est légèrement supérieur à celui de l'année dernière, ce qui conduit à une progression de 31 % du résultat net part du Groupe.

Legrand progresse de 34 % et Bureau Veritas de 15 %. Oranje-Nassau recule de 9 %, essentiellement du fait de l'augmentation de la fiscalité sur les gisements pétroliers au Royaume-Uni. Les résultats d'Editis sur le premier semestre ne sont pas significatifs parce que l'essentiel de ses résultats sont générés au deuxième semestre. Stallergènes progresse modestement du fait d'un accroissement très sensible de ses efforts de R&D. Materis est inclus pour la première fois dans nos comptes tandis que Wheelabrator en sort. Les dividendes sont en réduction très sensible en raison de la vente de notre participation dans Valeo.

Les frais généraux augmentent principalement du fait de la progression des frais d'analyse des dossiers que nous avons étudiés. Les coûts de financement baissent légèrement et l'impôt progresse sous l'effet du résultat positif provenant du produit d'intégration fiscale de Bureau Veritas et d'Editis dans le périmètre du Groupe.

Le résultat non récurrent englobe :

- une plus-value de 133 millions d'euros, principalement comptable, réalisée lors de l'IPO de Legrand ;
- les effets liés à l'allocation des écarts d'acquisition, de moins 62,5 millions d'euros ;
- 54 millions d'euros correspondant au coût de remboursement anticipé de crédits Legrand et Editis.

IV. Performances des filiales

1. Legrand

Legrand est redevenue *investment grade* à la suite de l'augmentation de capital. Les acquisitions réalisées ont permis de parvenir à des positions de leader en Chine, dans l'ensemble des métiers de l'appareillage électrique et des portiers, au Brésil et au Danemark, dans le domaine des câbles métalliques. En outre, Legrand a acquis le deuxième intervenant aux Etats-Unis dans le secteur du contrôle et de l'automatisme des maisons, ce qui confère à cette participation une position très forte sur le haut de gamme du marché.

Les performances financières de Legrand sont excellentes. L'amélioration de la marge opérationnelle intervient dans un contexte de pression sur les coûts des matières, ce qui démontre que le potentiel de gain de productivité de cette société demeure significatif, comme dans le passé. Toutes les acquisitions réalisées en 2005 et 2006 ont été intégralement autofinancées. Le résultat n'augmente quasiment pas en raison de charges exceptionnelles liées au remboursement anticipé de crédits.

La stratégie de développement de Legrand repose sur quatre piliers :

- innovation dans les produits ;
- investissements dans les segments à fort potentiel ;
- développement dans les marchés émergents ;
- croissance externe.

2. Bureau Veritas

Bureau Veritas a poursuivi ses acquisitions dans une logique de construction de plates-formes géographiques ou de métiers. Cette société enregistre une croissance organique de 6 %, avec une activité dans les services à l'industrie maritime en croissance de 16 %, sous l'effet du développement du commerce international, et de nouveaux contrats pluriannuels dans les services à l'industrie pétrolière et gazière.

La dette de Bureau Veritas a été refinancée pour profiter de la baisse des coûts de crédit, accroître les lignes d'acquisition et allonger la maturité des crédits. Le chiffre d'affaires de cette société augmente de 15 %. Son résultat opérationnel progresse plus légèrement parce que les contrats gouvernementaux ont connu une année difficile. De plus, les acquisitions réalisées à un rythme soutenu sont entrées dans le périmètre avec des marges relativement faibles. La hausse de la charge financière est partiellement liée au fait qu'une part conséquente de la dette de cette société est en dollar. Toutes les acquisitions ont été autofinancées et la dette financière a diminué.

La croissance de Bureau Veritas repose sur deux piliers, la croissance organique et les acquisitions. Notre objectif moyen de croissance est de 15 % entre 2004 et 2009, ce qui permettrait de doubler la taille de cette entreprise à l'horizon 2009 tout en améliorant sa rentabilité. L'activité des contrats de gouvernement pèse négativement pour 20 %, la croissance organique des autres secteurs se situant entre 6 % et 17 %.

La stratégie de Bureau Veritas est soutenue par plusieurs effets. D'abord, le marché de la certification, très fragmenté, présente un fort potentiel de consolidation. A cet égard, Bureau

Veritas surpasse très largement ses concurrents. Ensuite, de nouvelles réglementations sont produites en permanence, ce qui crée des gisements de croissance. Enfin, la taille et le réseau permettent de réaliser des gains de productivité.

3. Editis

Editis a poursuivi sa marche en avant, en réalisant deux acquisitions : XO et DNL. XO est une maison d'édition très dynamique, dont 90 % des titres édités au cours des dernières années ont été des *best-sellers*. Avec l'achat de DNL, Editis renforce son positionnement stratégique dans le domaine de la distribution. Par ailleurs, l'intégration de First et Cherche-Midi se déroule de manière très satisfaisante. Editis et Interforum ont continué à signer de nouveaux contrats en se concentrant sur ceux présentant une forte valeur ajoutée. L'intégralité de la dette d'Editis a été refinancée pour tirer profit de l'amélioration des fondamentaux de cette société, ce qui permettra de réaliser une économie annuelle de l'ordre de 10 millions d'euros. De plus, les lignes d'acquisition ont été triplées, pour être portées à 150 millions d'euros.

Les résultats d'Editis ne sont pas très significatifs dans la mesure où l'intégralité de la rentabilité est dégagée sur le deuxième semestre. Le chiffre d'affaires est stable, malgré la fin du contrat Larousse. Alors, à la fin de ce contrat, la croissance s'établit à + 8,4%. La marge opérationnelle progresse légèrement, mais nous estimons qu'Editis pourra générer une croissance plus forte grâce au rééquilibrage engagé à la suite de la perte du contrat Larousse. La dette est constante, malgré son coût de refinancement et les acquisitions réalisées.

Les acquisitions et la croissance organique constituent deux moteurs fondamentaux du développement d'Editis qui provient des projets d'investissement et des acquisitions réalisées, mais aussi de la dynamique de création des éditeurs. Cette société dispose de maisons d'éditions ayant des positions extrêmement fortes sur le marché français. Nous souhaitons amplifier la croissance actuelle en investissant dans de nouveaux segments porteurs et en réalisant des investissements dans des segments adjacents. Par ailleurs, l'optimisation de la plate-forme de distribution permet de créer des synergies importantes en termes de génération de cash-flow.

4. Oranje-Nassau

La production d'Oranje-Nassau diminue. Le champ pétrolier d'Edinburgh Oil Group, situé en Mer du Nord, devrait entrer en exploitation à la fin de l'année 2006 ou au début de l'année 2007, ce qui conduira à une reprise de la croissance de la production en 2007. Au 1^{er} semestre 2006, la diminution temporaire de la production, parfaitement anticipée, est largement compensée par la hausse du prix du baril en euro. Le résultat net d'Oranje-Nassau baisse légèrement, principalement du fait de l'augmentation de la fiscalité au Royaume-Uni et de provisionnements.

5. Stallergènes

La croissance du chiffre d'affaires de Stallergènes reste très forte. L'enjeu de cette société est d'accélérer le développement du marché grâce à la commercialisation d'un comprimé permettant de traiter les allergies aux graminées. D'autres développements sont en cours concernant les acariens. La hausse des coûts de développement explique la progression limitée du résultat net.

Le dossier de demande d'autorisation du comprimé a été déposé en Allemagne et l'autorisation devrait être obtenue au cours des 12 mois à venir. Dès lors, Stallergènes pourra faire jouer les règles de réciprocité entre états, ce qui permettra d'étendre à l'ensemble de l'Europe l'autorisation obtenue en Allemagne. Les investissements humains et matériels seront très significatifs au cours des trois prochaines années.

V. Développement de Wendel en France et à l'international

1. Materis

Materis est un leader mondial de la chimie de spécialités de la construction, avec des positions très fortes en Europe, en particulier du Sud, mais aussi dans le monde, dans le secteur des aluminates. Dans le secteur des adjuvants, où elle dispose de positions plus faibles, cette société enregistre une croissance particulièrement dynamique. Ses marchés finaux sont très diversifiés, si bien que son portefeuille de clients présente un équilibre en termes de risque, de grande qualité.

Le financement bancaire mis en place lors de l'acquisition comporte une dette sans recours sur WENDEL Investissement, pour un montant de l'ordre de 1,7 milliard d'euros. Le prix payé s'établit à 8,5 fois l'EBITDA 2005. Materis connaît une progression soutenue de son chiffre d'affaires, grâce à une croissance organique forte, mais aussi à l'acquisition de Zolpan, société du secteur des peintures. Les marges dans ce secteur étant plus faibles que pour les secteurs du mortier et des aluminates, la marge globale de Materis est mécaniquement réduite.

Olivier LEGRAIN

Materis est une ancienne filiale du Groupe Lafarge, devenue autonome depuis sept ans. Après deux LBO, nous souhaitons trouver un partenaire de moyen et long terme. Notre souhait s'est concrétisé avec WENDEL Investissement au mois d'avril dernier. Nous sommes très heureux d'avoir trouvé un investisseur français de réputation internationale. Nous avons de très nombreux projets qui nous permettront de nous développer dans nos quatre métiers fondamentaux : les adjuvants, les aluminates de calcium, les mortiers et les peintures décoratives.

Notre stratégie repose sur trois fondements :

- positionnement de leadership dans nos quatre métiers ;
- poursuite de notre stratégie basée sur un mix équilibré "croissance organique / croissance externe";
- acquisitions éventuelles de sociétés de taille importante afin de nous renforcer et devenir leader dans la chimie de spécialités pour la construction.

2. Deutsch

Deutsch est au départ une société créée aux Etats-Unis en 1938 et reprise par le fils du fondateur qui a parallèlement créé d'autres sociétés du même nom dans divers pays du monde, mais sans jamais les intégrer au sein d'un groupe. Ainsi, par exemple, Deutsch France travaille avec Airbus, mais Deutsch U.S. n'a pratiquement aucune relation commerciale avec Boeing, pourtant client naturel pour une entreprise états-unienne. Il nous a semblé que la réunion de cet ensemble de

sociétés au sein d'un groupe organisé était susceptible de générer des synergies commerciales significatives.

Deutsch est un leader sur le marché des connecteurs de haute performance destinés aux véhicules, lourds, à l'aéronautique et à la défense. Ce type de connecteurs est capable de résister et de continuer à fonctionner en toutes circonstances. Il s'agit de produits dont le prix final est plus en rapport avec l'absence totale de risque qu'avec leur coût de revient. Cette activité offre des barrières d'entrée robuste et dégage des marges relativement attractives.

La croissance globale de Deutsch nous paraît devoir être de l'ordre de 5 % par an sur une longue période. Le chiffre d'affaires de ce groupe de sociétés est également réparti entre l'Amérique du Nord et l'Europe. Les produits réalisés spécifiquement pour un client représentent 80 % de l'ensemble de produits fabriqués par Deutsch.

L'acquisition de Deutsch a été réalisée à la fin du mois de juin, avec une dette sans recours sur WENDEL Investissement de 660 millions d'USD, principalement construite pour être remboursable *in fine* afin qu'elle ne pèse pas sur le cash-flow de l'entreprise. Le Groupe détient 90 % du capital de Deutsch, le solde étant détenu par le management. Le prix payé s'établit à 9,2 fois d'EBITDA des douze derniers mois alors que des sociétés comparables se traitant en bourse à des multiples de 11 à 13.

Le chiffre d'affaires de Deutsch progresse de 5 % au premier semestre, la croissance organique atteignant 8 %. Le résultat opérationnel augmente plus vite que le chiffre d'affaires et la marge s'améliore. Les activités de cette société sont extrêmement performantes et l'essentiel des plans d'action que nous souhaitons mettre en place avec le management a été défini et est en cours de mise en place. La stratégie de Deutsch se fonde, d'une part, sur la création d'un groupe intégré et, d'autre part, sur la croissance.

3. Stahl

Stahl est un leader mondial dans les produits de traitement du cuir. Cette société propose de produits à forte valeur ajoutée pour les clients réalisant des articles haut de gamme. Stahl génère donc des marges très significatives et dispose d'un potentiel important de croissance en Asie. Cette entreprise produit également des permuthanes, c'est-à-dire des revêtements performants, qui représentent 28 % de son chiffre d'affaires et constituent un axe de développement significatif.

Cette acquisition a été réalisée à la fin du mois de juin. Nous avons convié Carlyle à acquérir 49 % du capital parce que ce fond dispose d'une expertise intéressante dans le domaine de la chimie. Le prix payé s'établit à 8,2 fois l'EBITDA. Le chiffre d'affaires de Stahl est en croissance de 8 %, pour une croissance organique de 2,4 %, légèrement inférieure à son potentiel que nous situons entre 3 % et 5 %. Le résultat opérationnel progresse significativement.

4. Actif net réévalué et capacité d'investissement

L'actif net réévalué de WENDEL Investissement s'établit à 95 euros par action au mois d'août. Nous sommes en position de contrôle sur 87 % de notre actif brut, auxquels l'on peut ajouter les 9 % de cash que nous détenons. Il nous paraît important d'investir dans des entreprises où nous pouvons jouer un véritable rôle d'actionnaire majoritaire. A notre sens, la répartition entre les

participations cotées et non cotées permet d'apprécier davantage notre risque de liquidité que notre performance future.

Pour apprécier la capacité d'investissement du Groupe, deux indicateurs sont importants :

- le ratio d'endettement net sur l'actif brut réévalué qui atteint 21 %, pour un seuil limite de 30 %, ce qui nous permet de disposer de marges de manœuvre importantes ;
- la trésorerie mobilisable qui s'élève à 1,6 milliard d'euros.

L'essentiel de notre dette est à taux fixe ou capé.

Notre objectif est d'accroître en moyenne de 15 % par an la valeur du Groupe. Pour atteindre cet objectif, nous générons sur le seul cash flow une croissance de 7,5 %, à laquelle on peut ajouter une croissance organique de l'ordre de 4% par an, amplifiée par les effets de levier. Les sociétés dans lesquelles nous sommes présents ont à la fois un profil de croissance organique soutenue et un profil défensif.

Au cours des quatre dernières années, nous avons multiplié le cours de bourse du Groupe par quatre. L'actif net réévalué, qui s'établit à 95 euros, est en hausse de 29 % sur un an et de 26 % en moyenne depuis quatre ans. Aujourd'hui, WENDEL Investissement figure parmi les plus grandes sociétés d'investissement européennes et entend rester compétitif face à ses principaux concurrents, en particulier du *private equity*.

VI. Conclusion

Nous continuons à construire un modèle de société d'investissement qui nous paraît performant. Nous investissons sur le long terme pour accompagner les sociétés dans leur développement. Nous avons une gestion dynamique de type industriel et nous nous focalisons sur la croissance. Notre caractère atypique nous permet de remporter des affaires intéressantes.

En outre, nous disposons de capitaux permanents. De ce fait, nous n'avons pas besoin de vendre nos actifs pour rembourser nos actionnaires. Nous disposons d'une forte capacité d'investissement, comparable à celle des leaders du marché. Nous sommes en avance sur les objectifs que nous nous sommes fixés voici deux ans. Les réussites du premier semestre nous confortent dans l'idée de nous développer à l'international. Nous nous donnerons les moyens de réaliser ces développements.

Questions / réponses

De la salle

La sortie de Sequana du capital de SGS peut-elle modifier le paysage concurrentiel de Bureau Veritas ? Concernant Stallergènes, vous avez évoqué la fin de l'année 2007 pour la sortie d'Oralair. Est-ce aussi votre horizon d'investissement ?

Jean-Bernard LAFONTA

Concernant le premier point, nous disposons d'une place considérable pour consolider le marché mondial et nous inscrire dans une stratégie de développement sans envisager un rapprochement entre SGS et Bureau Veritas, dont nous n'avons d'ailleurs pas besoin dans la mesure où nous sommes au début du processus de consolidation.

Pour ce qui est du deuxième point, Stallergènes dispose de fortes perspectives de développement et nous n'avons pas l'intention de quitter cette belle société.

De la salle

Les problèmes concernant les contrats gouvernementaux mettent-ils en évidence les prémices d'une modification structurelle de votre stratégie pour Bureau Veritas ? Quels pourraient être les risques et les coûts induits par l'irradiation de certains collaborateurs de cette société ? Concernant Materis, quels sont les tiers qui se trouvent aux côtés du management et quelle part de capital détiennent-ils ?

Jean-Bernard LAFONTA

L'activité relative aux contrats gouvernementaux de Bureau Veritas n'est pas celle que nous considérons comme la plus porteuse d'avenir. La part de ces contrats dans l'activité totale de la société est inférieure à 10 %. L'activité traditionnelle sur ces contrats ne nous paraît pas de nature à connaître une croissance significative.

L'accident que vous évoquez a touché des collaborateurs de Bureau Veritas qui ont manipulé par accident un appareil comportant une source radioactive faible. Ces personnes ont été immédiatement prises en charge et continueront à l'être dans la durée, ainsi que leurs familles. Cet accident a avant tout des conséquences humaines, et pour cette raison nous touche beaucoup. Il est en revanche sans incidence matérielle pour Bureau Veritas ou WENDEL Investissement.

Au sein du capital de Materis, les tiers se trouvant aux côtés du management sont principalement BNP-Paribas, ICG et peut-être Goldman Sachs. Le management détient environ 20 % du capital.

De la salle

Le groupe WENDEL Investissement est relativement endetté. Cette dette se trouve essentiellement au niveau des filiales alors que la maison-mère est dans une situation financière très saine. Ne risquons-nous pas d'assister à un grand mouvement stratégique au niveau de la maison-mère au détriment de la croissance externe au niveau des filiales ?

Jean-Bernard LAFONTA

Chaque fois que nous structurons une dette lors d'une acquisition, nous faisons en sorte qu'elle ne pèse pas sur les cash-flows nécessaires au développement de l'entreprise. C'est ainsi que nous avons toujours procédé. Par exemple, pour Deutsch, nous avons structuré la dette de telle sorte qu'elle soit intégralement remboursable *in fine*. Nous recherchons de la dette de long terme, qui se rapproche le plus possible de fonds propres. En cas d'opération de croissance externe significative, nous pouvons naturellement mobiliser la capacité de financement de WENDEL Investissement qui est effectivement importante. Cela étant, nous attendons de chacune de nos participations qu'elle se développe au mieux, l'équipe de WENDEL Investissement étant aussi légère que possible.

De la salle

Le portefeuille de Wendel Investissement se diversifie sensiblement depuis 18 mois. Votre volonté d'internationalisation ne risque-t-elle pas d'alourdir les coûts de structure ?

Jean-Bernard LAFONTA

Le Groupe est organisé comme une structure de *private equity*, mais le coût de ses structures centrales est environ six fois plus faible (0,3% de l'actif brut réévalué). Pour nous développer à l'international, nous devons évidemment investir, d'abord en ressources humaines, mais je ne pense pas que cela ait un impact très lourd sur nos résultats à venir.

De la salle

Compte tenu du renforcement de vos participations dans le secteur industriel, avez-vous estimé le risque d'un ralentissement cyclique sur le Groupe ? Envisagez-vous, grâce à des futures acquisitions, de rééquilibrer votre portefeuille au plan sectoriel ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous avons évidemment intégré le risque de retournement conjoncturel dans l'ensemble de nos acquisitions. Nous sommes relativement prudents quant à l'évolution de la conjoncture. La valeur du Groupe est répartie à parts égales dans des activités de services, d'une part, et industrielles, d'autre part, mais les marchés finaux de nos participations sont extrêmement diversifiés. En outre, l'expérience démontre que nos sociétés sont relativement résistantes aux retournements conjoncturels.

De la salle

Envisagez-vous de procéder à une attribution gratuite d'actions ou à une division du nominal ?

Jean-Bernard LAFONTA

Nous n'avons pas véritablement réfléchi à ce sujet, mais nous n'avons pas de problème de liquidité ou de cours de bourse qui justifierait de réfléchir à une division du nominal.