

Le Journal des Finances - Semaine du 5 avril 2008



**De Philippe Dupont,
président du directoire
de Natixis,
à Georges Valance**

Monsieur,

Vous m'avez adressé une « lettre ouverte », publiée dans *Le Journal des Finances* paru le 15 mars, dans laquelle vous soulevez un certain nombre d'interrogations sur Natixis et sur l'impact de la crise.

Commençons par la structure de l'entreprise et sa gouvernance. Natixis n'est pas un animal hybride et ne se situe pas à la frontière de deux systèmes. Natixis est une entreprise commerciale classique, cotée en Bourse, gérée en tant que telle de la même manière que l'ensemble des sociétés de ce type. Ce sont les deux actionnaires principaux de Natixis, le Groupe Caisse d'Épargne et le Groupe Banque Populaire, qui sont, eux, des entreprises coopératives et mutualistes.

Quant à la gouvernance, l'expérience des bientôt dix-huit mois d'existence de Natixis montre, en vraie grandeur, que les dispositions mises en place fin 2006 fonctionnent tout à fait bien. La crise grave qui touche beaucoup d'acteurs bancaires aurait dû être un révélateur des insuffisances du dispositif si ces insuffisances avaient existé. Il n'en est rien. Les décisions importantes ont été prises quand il le fallait, avec rapidité et détermination, qu'il s'agisse par exemple de la cession de l'activité de rehaussement de crédit ou de l'évolution de la composition du directoire.

Venons-en à vos remarques sur le portefeuille des métiers de Natixis et sur le poids de la banque de financement et d'investissement, la BFI. Natixis a été voulu par ses promoteurs comme une entreprise diversifiée. La banque dispose certes d'une BFI importante, avec un poids relatif un peu supérieur à celui de ses concurrents. Mais Natixis est aussi un gestionnaire d'actifs de rang mondial (la première banque française par les actifs gérés), un des leaders mondiaux de l'assurance-crédit avec Coface, un acteur significatif du capital-développement. Et grâce aux certificats coopératifs d'investissement, Natixis bénéficie d'une partie de la profitabilité des deux réseaux. Quant à nos activités de banque d'investissement, dont certains métiers concentrent effectivement l'impact de la crise dite des « subprimes », il ne faut certainement pas les diaboliser. L'analyse mérite du discernement.

Les revenus clientèle de notre BFI ont été très bons en 2007 ; ce qui veut dire, et c'est très important, que nos clients sont satisfaits de nos produits et services. Les dépréciations liées à la crise ne sont pas en proportion supérieures chez Natixis. La crise montre bien que la taille n'a pas mis les grands acteurs mondiaux, américains ou européens, à l'abri de pertes souvent élevées ou de besoins de recapitalisation.

L'impact de la crise doit aussi être lu à la lumière de l'application des nouvelles normes comptables, qui jouent un rôle clé pas toujours compris. Quelques mots sur la vie de l'action Natixis.

Effectivement, comme vous le soulignez, Natixis n'est pas une société opéable, mais ce n'est ni une nouveauté ni un frein à la création de valeur. Quant au dividende, je voudrais vous rappeler qu'avec un *pay out ratio* de 50 % Natixis se situe parmi les sociétés cotées les mieux placées ; ce taux de distribution a d'ailleurs été appliqué dès 2007, et a entraîné le versement d'un premier dividende six mois seulement après la création de Natixis. Pour le prochain dividende, le paiement en actions constitue évidemment une option que chaque actionnaire pourra, ou non, exercer. L'impact dilutif sera en tout état de cause limité. Le fait que les deux actionnaires principaux aient d'ores et déjà annoncé leur décision de choisir le paiement en actions correspond à une volonté d'afficher leur confiance dans l'avenir et dans la qualité du travail déjà réalisé. Voilà, cher Monsieur, la situation telle qu'elle se présente. Mon propos n'est certainement pas de minimiser la crise qui secoue actuellement le monde bancaire. Celle-ci ne remet cependant pas en cause la pertinence du modèle économique de Natixis. Le potentiel de création de valeur actionnariale de l'entreprise est intact. Veuillez croire, cher Monsieur, à l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Papier

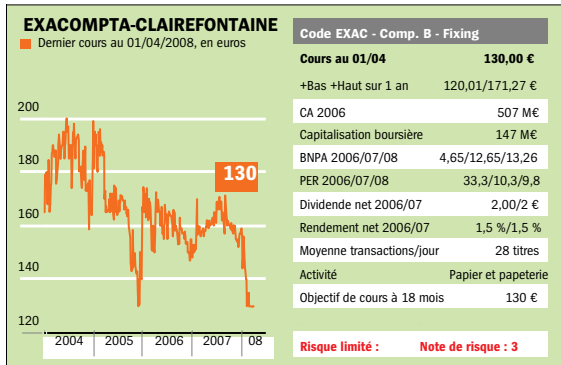
Exacompta-Clairefontaine

● **NOTRE CONSEIL**

Alléger

Les résultats 2007 confirment le redressement du papeterier. Mais les incertitudes sont grandes pour 2008, alors que la consommation devrait ralentir.

Tapé au beau milieu des Vosges, le groupe papetier est réputé pour sa discrétion. Cette année, il fait une exception. Les papeteries Clairefontaine célèbrent leur 150^e anniversaire. Il y a de quoi se réjouir. D'autant que la société familiale – la sixième génération est aux commandes – confirme le redressement entamé en 2006. Exacompta-Clairefontaine a vu son chiffre d'affaires progresser de 6 % en 2007, à 538,1 millions d'euros. « *La demande du marché en papier de qualité a été bonne*, commente Jean-Olivier Roussat, le directeur général adjoint du groupe. *Et la stabilisation des importations concurrentes européennes a favorisé les ventes dans la bureautique.* » Exacompta profite en outre d'une réduction de la production de papier en Europe, consécutive aux restructurations engagées dans l'industrie en 2006. Parallèlement, les prix de vente sont repartis à la hausse.



Le redressement des marges, en cours dans le secteur, est spectaculaire chez Exacompta. En un an, le résultat d'exploitation a été multiplié par 3,5, pour se hisser à 25,9 millions d'euros. Le bénéfice net par part du groupe s'élève à 14,3 millions, contre 5,2 millions en 2006. L'effet devise n'y est pas étranger. « *L'euro fort est une bénédiction pour Clairefontaine* », confirme Jean-Olivier Roussat. La société s'approvisionne en pâte à papier hors d'Europe essentiellement, et vend 95 % de sa production sur le Vieux Continent, dont 70 % en France. Les fluctuations des prix de la pâte à papier, « *lissées dans le temps* », ne pénalisent pas les performances du groupe, qui a décidé

de maintenir le dividende à 2 euros.

Si les nouvelles passées sont rassurantes, l'avenir proche promet d'être incertain. « *La prudence est de rigueur compte tenu du ralentissement de la consommation* », reconnaît Jean-Olivier Roussat. En effet, l'activité papetière, cyclique, reflète généralement l'évolution de la conjoncture économique. En termes de résultats, l'exercice 2008 devrait ressembler à celui qui vient de s'écouler, prévient la direction.

En Bourse, le titre affiche certes une décote supérieure à 50 % par rapport aux fonds propres par action. Mais son parcours reste décevant depuis deux ans, malgré le redressement de l'activité.

R.G.

Equipements électriques

Gérard Perrier Industrie

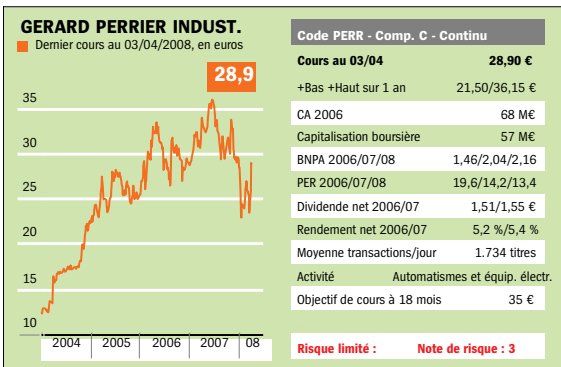
● **NOTRE CONSEIL**

Acheter

Les résultats annuels ont confirmé la pertinence de la stratégie du spécialiste des automatismes et équipements électriques. La visibilité est excellente. Nous visons 35 euros à dix-huit mois.

La publication des résultats annuels a remis au premier plan Gérard Perrier Industrie. Depuis le 28 mars, le titre s'est envolé de près de 17 %. Cette évolution salue des comptes en ligne avec les attentes. Pour un chiffre d'affaires de 82 millions d'euros (+ 21,2 %), le résultat net s'est établi à 4 millions, en hausse de 39,3 %.

La performance a été tirée par le développement dans les services pour l'énergie nucléaire. Les recettes de cette activité ont dépassé les 10 millions d'euros (+ 61,4 %) en 2007, ce qui inclut l'acquisition de la société Maditech en juillet 2007. « *Les services pour le nucléaire présentent un potentiel de croissance important. Dans ce métier, nous tablons sur un chiffre d'affaires organique d'au moins 13 millions d'euros en 2008* », explique la direction. Le groupe espère aussi réali-



ser des acquisitions, notamment grâce à une trésorerie nette positive de 2,7 millions d'euros à fin 2007. A terme, le pôle énergie devrait peser autant que le métier d'installation/maintenance (40,1 millions d'euros en 2007) dans les revenus.

Gérard Perrier Industrie présente donc l'avantage d'offrir une belle visibilité sur l'activité, un atout à privilégier en période de troubles boursiers. En 2008, le groupe vise une hausse des recettes de 7 % environ et un niveau de marge nette maintenu vers 5 % du chiffre d'affaires. De plus, 62 % des ventes concernent les prestations de services d'installation et de maintenance des équipements électriques (auprès

d'industriels comme auprès d'engagés). Un métier qui génère des revenus récurrents, par des contrats annuels ou pluriannuels.

Dernier atout : une politique de distribution généreuse. Au titre de 2007, le dividende devrait avoisiner 1,55 euro par action, soit un rendement supérieur à 5 %. Une progression est prévue pour 2008. Le titre, qui se paie un peu plus de 13 fois notre estimation de bénéfice net pour 2008 (4,3 millions d'euros), est très abordable. Mais l'enjeu pour l'action sera de garder l'intérêt des investisseurs à long terme, car le volume des échanges est faible hors des périodes de publication.

Fa.B.