

Le Journal des Finances - Semaine du 18 avril 2009



De Georges Valance à Xavier Niel, vice-président et actionnaire majoritaire d'Iliad

Monsieur le Président,

C'est la première fois, depuis que *Le Journal des Finances* accueille ces lettres ouvertes à des responsables de sociétés cotées, que j'ai le plaisir de m'adresser à un patron qui a créé son entreprise à partir d'une innovation, qui contrôle encore 66% du capital et qui en définit toujours les grandes orientations stratégiques. D'ores et déjà, vous resterez l'homme qui a révolutionné l'accès des Français à Internet grâce à la désormais célèbre Freebox et au « trois-en-un » (Internet, télévision, téléphone fixe) à 29,90 euros par mois. Vous êtes aussi le patron dont les actionnaires n'ont eu jusqu'ici qu'à se féliciter : certes, vous avez toujours été chiche dans vos distributions de dividendes mais vous leur avez apporté les plus-values d'une valeur de croissance (chose rare dans ce secteur), avec un titre qui est passé de 16 euros en janvier 2004 à plus de 70 aujourd'hui. Votre « petite

« Avez-vous les moyens de vos ambitions dans la téléphonie mobile ? »

entreprise » n'a pas connu la crise et son cours a même grimpé de près de 20 % depuis le début de l'année. Bravo donc et merci d'avoir montré comment un esprit entrepreneurial peut être créateur de valeur !

Insatiable, vous nourrissez deux nouvelles ambitions, dans la fibre optique et dans le téléphone mobile. Et c'est là bien sûr que commencent les interrogations de vos actionnaires qui, par nature, se demandent toujours si demain sera aussi prometteur qu'hier. « Il a Free, il a tout compris ! », proclame votre slogan publicitaire. Vos actionnaires sont moins chanceux et se posent au moins trois types de questions :

1) La première concerne votre tactique à l'égard du marché et de vos concurrents. Se positionner en Robin des bois défenseur du consommateur et de l'internaute était habile pour une entreprise qui devait se faire une place au soleil et n'avait pas les moyens de mener une politique de communication classique face à un géant comme Orange. Mais maintenant qu'Iliad est bien installé sur le marché, pourquoi poursuivre sur ce ton ? Pourquoi traiter votre concurrent de « délinquant multirécidiviste » ? Cette posture plaît peut-être à tel jeune internaute qui croit faire la révolution lorsqu'il surfe sur Free plutôt que sur l'« oligopole » Orange, mais cela inquiète l'actionnaire qui sait que l'installation d'un réseau de fibres optiques passera par un arrangement avec le principal opérateur. Cette gestion plus médiatique que stratégique finira par avoir une incidence sur le coût des investissements.

2) Des coûts qui s'annoncent déjà sévères : 2 milliards au moins. « Ce sont les cerveaux qui produisent l'innovation, pas le carnet de chèques », vient de déclarer votre directeur général, Maxime Lombardini. Le propos est altier, mais, maintenant que dans l'ADSL les concurrents ont rattrapé leur retard initial sur Free, toute nouvelle innovation coûtera de plus en plus cher. En avez-vous les moyens ? Le cash-flow généré par l'ADSL, suffira-t-il à financer les deux réseaux des fibres optiques et du mobile ? D'autant que la stratégie commerciale agressive que vous entendez appliquer dans le téléphone mobile commencera par détruire de la valeur. En un mot, les forfaits low cost vous permettront-ils d'échapper à la malédiction qui semble frapper, chez nos voisins, le 4^e entrant dans la téléphonie mobile ? Les secousses à la baisse qui frappent votre cours chaque fois que vous paraissez assuré d'obtenir cette quatrième licence révèlent bien les inquiétudes financières de vos actionnaires.

3) D'autant qu'ils ne comprennent pas toujours le soin que vous mettez à conserver deux tiers du capital d'Iliad. N'y a-t-il pas une contradiction entre vos grandes ambitions de développement et cette frilosité capitalistique ? La taille de l'entreprise ne risque-t-elle pas de peser sur sa croissance ? En clair, comment voyez-vous Iliad dans cinq ans ? Toujours seul ou marié avec un groupe du secteur ? D'ailleurs écarterez-vous jamais une association avec Bouygues Télécom ?

En vous remerciant de l'attention que vous voudrez bien porter à cette correspondance, je vous prie de croire, Monsieur Niel, à l'expression de ma plus haute considération.

Agroalimentaire

Danone

● **NOTRE CONSEIL**
Acheter

Le chiffre d'affaires du premier trimestre démontre la capacité de résistance du leader français de l'agroalimentaire face à la crise. Le groupe a rompu un partenariat en Inde.

Danone n'y arrive décidément pas avec les entreprises des pays émergents. Alors que le groupe agroalimentaire demeure empêtré dans le dossier Wahaha en Chine, il a annoncé officiellement cette semaine la rupture du joint-venture avec l'indien Wadia Group. Ensemble, pendant treize ans, ils avaient contribué au développement du numéro un des biscuits en Inde, la société Britannia, dont ils détenaient chacun 25 % du capital. Cependant, leur relation battait de l'aile depuis 2005, tant et si bien que des procédures judiciaires avaient été engagées des deux côtés.

Le divorce étant consommé, Danone va pouvoir se concentrer, en Inde, sur ses quatre métiers stratégiques. Ce serait effectivement dommage de s'en priver. Malgré ces déboires, les pays émergents demeurent un relais de croissance non négligeable pour



Danone. Au premier trimestre, ils ont notamment permis de limiter la casse dans le pôle eaux, en baisse de 3,9 % à périmètre et change constants. A l'instar de 2008, la tendance demeurera négative sur les prochains mois.

Danone constate également une baisse de chiffre d'affaires dans les produits laitiers frais (-1,2 %). Mais l'horizon pourrait s'éclaircir : « On observe une tendance à l'amélioration sur certains marchés [...] par rapport aux trimestres précédents », a précisé le groupe, dans un communiqué. Sans surprise, les pôles nutrition infantile et nutrition médicale continuent d'afficher de très bon-

nes performances, en croissance d'un peu plus de 10 %.

Globalement, les chiffres publiés par Danone démontrent une certaine résistance face à la récession : les ventes trimestrielles progressent de 1 %, en rythme organique, à 3,76 milliards d'euros. La confiance des dirigeants reste mesurée : « ni amélioration, ni effondrement significatifs des tendances de consommation en 2009 », quels que soient les pays. D'où la confirmation des objectifs fixés pour 2009, à savoir une croissance du chiffre d'affaires inférieure à l'objectif de moyen terme (compris entre 8 et 10 %), et une progression de 10 % du bénéfice net par action.

R.G.

Biens d'équipement

ECA

● **NOTRE CONSEIL**
Achat sous 8,5 euros

Le marché a salué les résultats 2008 du fabricant de robots militaires et industriels. Eca devrait continuer de bien résister à la crise. Mais le potentiel de rebond du titre paraît limité à court terme en raison de la prudence affichée par les dirigeants pour cette année.

Bonne nouvelle pour les actionnaires d'ECA. Cette semaine, le titre du spécialiste mondial des robots de déminage sous-marins a regagné plus de 7 % de sa valeur, portant à plus de 50 % son rebond depuis son plus bas niveau historique de 5,8 euros touché le mois dernier.

A l'origine de ce redressement, la publication de résultats 2008 honorables, marqués par une progression de 9,2 % du chiffre d'affaires (88,6 millions d'euros) et de 16,3 % du bénéfice d'exploitation courant (9,3 millions d'euros). Alors que le premier semestre avait été très décevant, faute de ventes suffisantes, Eca a sensiblement amélioré ses performances sur la seconde partie de l'année grâce à l'accélération des livraisons de plusieurs contrats.

Sans compter les retombées issues des restructurations entre-



prises dans les activités des dernières sociétés acquises.

Pour cette année, Eca devrait continuer de bien résister à la crise. Grâce à son solide positionnement sur des secteurs peu sensibles à la conjoncture (défense, sécurité, nucléaire) et à un carnet de commandes qui s'élevait à fin décembre à 85 millions d'euros, dont 55 millions d'euros seront livrés cette année, la société prévoit une croissance de ses facturations.

Autre atout, Eca a renforcé sa trésorerie nette à près de 7 millions d'euros. De quoi se tenir prêt à opérer des acquisitions.

Pourtant, les dirigeants ont préféré réduire leurs prétentions

pour cette année. Alors qu'ils prévoyaient initialement une progression d'au moins 10 % de l'activité, ils tablent désormais sur une évolution plus modeste du chiffre d'affaires comprise entre 2 et 7 %, soit un chiffre d'affaires de 90 à 95 millions d'euros.

Une prudence qui pourrait freiner à court terme le potentiel de rebond du titre, malgré la hausse de 15 % du prochain dividende (0,6 euro par action), offrant un rendement de plus de 6 %. D'autant que sa valorisation de 8,6 fois les bénéfices 2009 estimés revient dans la moyenne du secteur. Notre objectif de cours est donc maintenu à 10 euros.

C.D.