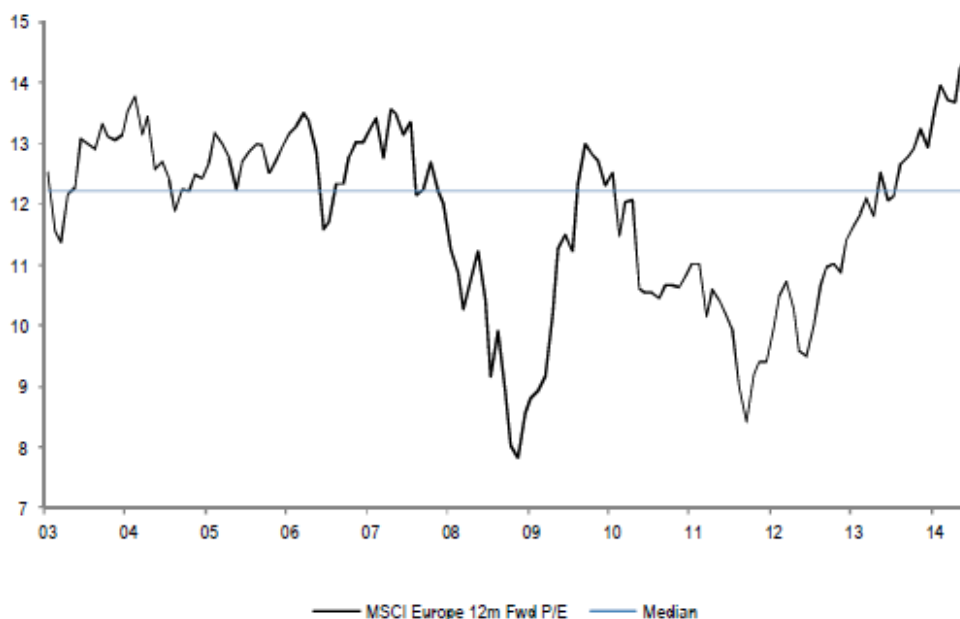


Chers co-investisseurs,

Nos performances depuis le début de l'année sont décevantes. BDL Rempart Europe est en hausse de seulement +0.88% et BDL Convictions est en hausse de +5.32% au 25/06/2014 (Stoxx 600 dividendes réinvestis : +6.21%).

Dans notre précédente lettre ([cf. lettre de janvier 2014](#)), nous vous faisons part de notre inquiétude sur le niveau général de valorisation des entreprises.

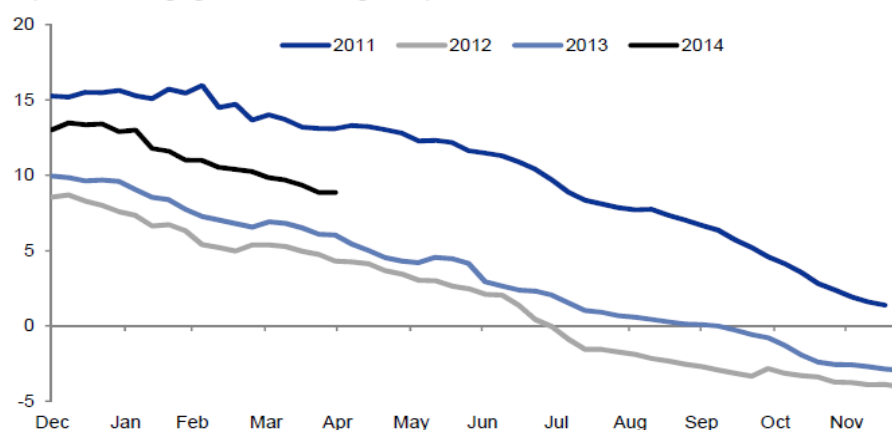


Source: IBES

Multiple de valorisation des bénéfices 2015 de l'indice européen MSCI Europe

Après plusieurs années de révisions à la baisse des bénéfices des entreprises européennes, 2014 devait marquer le point d'inflexion. Malheureusement, la légère amélioration des conditions économiques en Europe est gommée par un début d'année décevant aux Etats-Unis et un très net ralentissement des pays émergents. Les prévisions bénéficiaires 2014 sont de nouveau révisées à la baisse !

Exhibit 1: Over the last three years, earnings have been continuously revised down
Expected earnings growth (%) through the years



Source: Datastream, I/B/E/S, Goldman Sachs Global Investment Research.

Révision des bénéfices des entreprises à la baisse

La hausse des indices boursiers semble devoir plus aux flux vers les marchés actions qu'à l'amélioration des profits. La politique de répression des banques centrales continue de pousser les épargnants vers des investissements qui n'ont plus grand sens selon nous.

Nous avons du mal à concevoir que certains prêtent de l'argent à des états européens, qui étaient il y a peu de temps au bord de la faillite, à un coût bien moins élevé désormais qu'avant la crise. Le même phénomène de bulle semble affecter le marché obligataire des entreprises. Plusieurs directeurs financiers d'entreprise, qui nous ont rendu visite, sont sidérés pas les conditions de financement qui leur sont offertes et par le niveau de complaisance des investisseurs : « les gens se battent pour nous prêter de l'argent », «We are filling our boots as much as we can»... caveat emptor*.

(*aux risques de l'acheteur)

L'environnement nous rend mal à l'aise et nous craignons un évènement cathartique quand les taux d'intérêts remonteront aux Etats-Unis. Le rapide retournement du marché obligataire aura sûrement un impact, même temporaire, sur le marché des actions. La marge de sécurité que nous avons avec des valorisations basses a largement disparu.

Investissements :

Nous partons du principe général que les entreprises qui passent du giron de l'état à celui du privé recèlent souvent de ressources inexploitées. Nous avons ainsi investi dans le secteur des **opérateurs postaux**. Nous n'avions malheureusement pas pu investir au moment de la privatisation de la Royal Mail. Le ministère anglais des finances avait favorisé un actionnariat britannique.

Par contre, tous nos travaux de recherche sur le secteur n'ont pas été vains puisque nous avons investi dans la poste portugaise **CTT**. L'Etat portugais s'était engagé à sa privatisation au moment du programme d'aide de la BCE et du FMI. Nous sommes également devenus actionnaires de la poste belge **Bpost**. Ce secteur a longtemps été un bastion du syndicalisme le plus rétrograde mais les choses changent avec le départ à la retraite des plus anciens. Ces entreprises évoluent désormais dans un système plus capitaliste depuis leur privatisation. La stabilisation du déclin du courrier classique permet maintenant aux dirigeants de se concentrer sur l'opportunité du e-commerce. La base de coûts fixes des centres de tri et des facteurs offre un levier opérationnel grâce aux volumes des achats sur internet. Comme le secteur est peu connu et souffre encore de son historique, les valorisations nous donnent une marge de sécurité puisque nos deux investissements sont au-dessus de 9% de FCF/ EV et moins de 12x nos prévisions bénéficiaires prudentes de 2015.



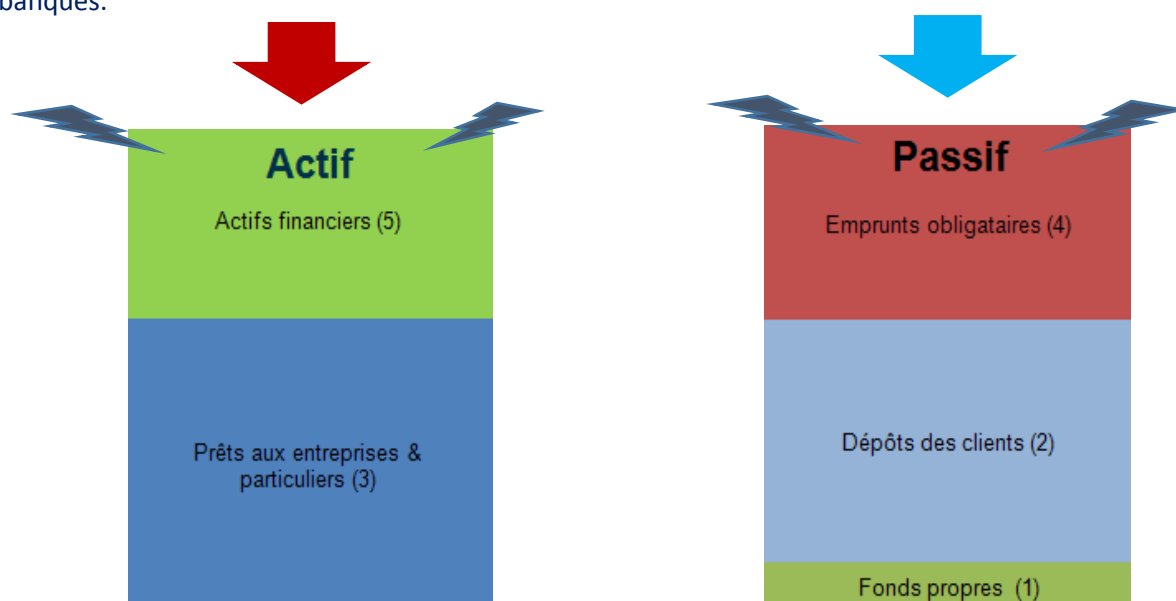
Kion est le numéro deux mondial et numéro un européen des chariots élévateurs et faisait partie du groupe allemand Linde, concurrent d'Air Liquide. Comme il n'y avait pas de synergies avec les autres activités phares du groupe dans les gaz industriels, le nouveau patron de Linde avait décidé de s'en séparer. Kion a été racheté juste avant la crise par les fonds de Goldman Sachs et KKR qui ont été pris à revers par l'effondrement des ventes au pire moment puisque la société avait été rachetée, comme souvent dans le modèle économique de ces fonds, en maximisant la dette. Pour refinancer le bilan et parce que leurs fonds arrivaient à leur échéance de 5 ans, la société est revenue en cotation à Francfort. Nous sommes devenus actionnaires car nous pensons que le travail de restructuration mis en place par le nouveau management de KION va porter ses fruits. Les marges passeront selon nous de 9 à 12% dans les 3 prochaines années grâce à la fermeture de 7 usines et le passage en production d'une nouvelle ligne de produit utilisant un système de plateforme comme l'industrie automobile. La société a retrouvé des marges de manœuvre sur son bilan et peut relancer son effort commercial sur les Etats-Unis où son usine ne tourne qu'à 10% de taux d'utilisation. La société domine le segment des chariots élévateurs électriques et gagne des parts de marché dans les pays émergents. Elle est déjà numéro un au Brésil et premier acteur étranger en Chine. La valorisation de 7x les bénéfices de 2016 et de 10% de FCF/EV en 2016 ne tient pas compte d'une amélioration du marché européen qui représente 75% de ses ventes.

Avant la fusion de Korian et de Medica, nous étions sceptiques sur l'investissement dans les maisons de retraite. Le métier ressemblait plus à une course à l'ouverture de centres et s'apparentait à de la promotion immobilière opportuniste que nous avions du mal à valoriser. En effet, les chambres des établissements ont été revendues comme placements financiers à des particuliers ou à des foncières pour de juteuses plus-values. La réunion des deux groupes forme désormais un leader européen **Korian-Medica** dont l'ouverture systématique de nouveaux établissements n'est plus le seul objectif. Le nouveau patron du groupe, Yann Coléou, que nous avons rencontré dans ses bureaux vient de Sodexo (restauration collective). Il a une forte culture du service, et a déjà mis en place des outils de « benchmarking » afin d'optimiser les coûts pour tirer le meilleur parti des synergies de la fusion et permettre aux dirigeants d'EPHAD de faire le point sur leurs performances. La France représente une formidable plateforme d'expérience et de ressources humaines pour déployer le modèle économique sur d'autres pays européens. Comme dans les sociétés hôtelières dont nous avons été actionnaires historiquement, le pipeline de chambres qui va intégrer le réseau assure une bonne visibilité sur la croissance des revenus à venir. La plus grosse opportunité vient d'une meilleure tarification des chambres et de services supplémentaires. Le taux d'occupation moyen est très élevé à plus de 95% et une chambre de maison de retraite reste occupée en moyenne seulement 20 mois. De meilleurs outils de tarification permettront de différencier le prix d'une chambre selon sa taille, son ensoleillement etc... Rien de tout cela n'a encore été fait ! La valorisation est à 7.5% de FCF/EV en 2015 avant investissements liés à l'ouverture de nouveaux établissements.

Comme le prouvent nos performances, nous sommes tombés sur quelques « os » pendant ce premier semestre et vous en présentons deux.

Les Banques

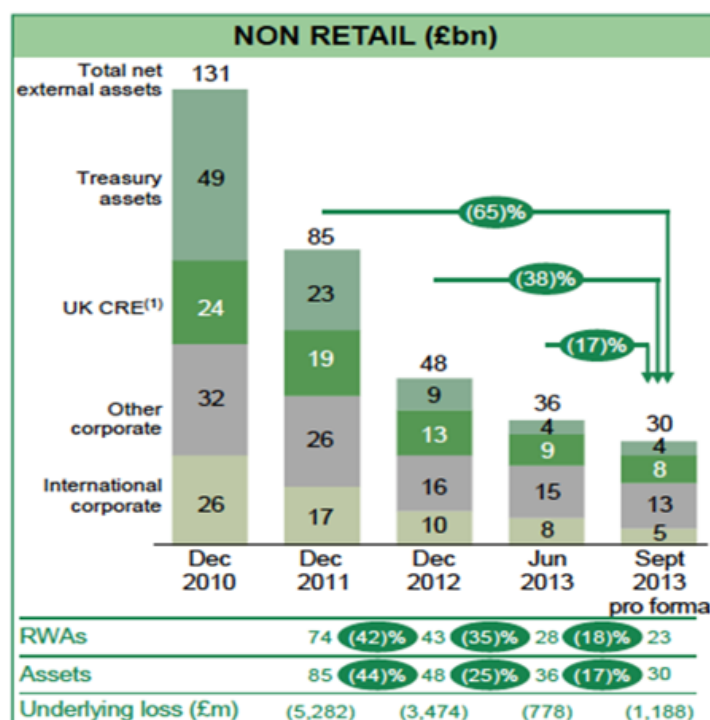
[Dans notre lettre du mois de décembre 2011](#), nous expliquions pourquoi nous ne souhaitons pas investir dans les banques.



Nous trouvons trop risqué d'être actionnaires, alors que, pour réduire la taille de leur bilan, les banques devaient réduire la taille de leurs actifs financiers (5). Le risque était que ces cessions forcées engendrent des pertes qui rognent encore un peu plus sur les fonds propres (1) et forcent des augmentations de capital massivement dilutives pour les actionnaires. En généralisant, nous pensions arriver, six ans après la crise, au bout de ce processus pour les banques du Nord de l'Europe et les premiers signes d'améliorations économiques nous rendaient plus optimistes.

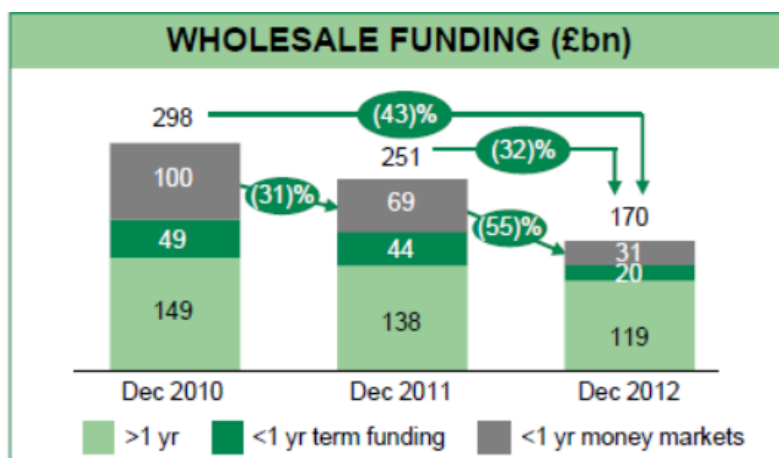
Nous avons investi dans la première banque de réseau du Royaume-Uni : **Lloyds Banking Group**. La banque possède le plus grand réseau d'agences (2800) du Royaume-Uni et lui assure 20 à 25% de parts de marché pour les comptes courants et les prêts immobiliers. La banque avait dû être nationalisée. Le gouvernement britannique en possède toujours 25% contre 43.4% au pic de la crise bancaire.

La réduction du bilan non liée à la banque de détail touche à sa fin. Les risques de pertes liés à ces cessions qui pouvaient impacter les fonds propres sont absorbés. Il n'y a plus de risque d'augmentation de capital.



Réduction de la taille des actifs (5)

Les besoins en financement sur les marchés pour alimenter cette partie du bilan ont baissé de près de 50%.



Financements (4)

La banque a désormais suffisamment de capital car son ratio de fonds propres (calculé de la façon la plus drastique suivant les dernières réglementations) était de 10.3% à la fin de l'année 2013. Au plus fort de la crise, la banque avait dû offrir des taux de rémunération élevés sur les comptes courants pour garder et attirer de nouveaux déposants.

	Il y a un an	Moyenne 2013	Aujourd'hui
Everyday saver	1.5%	1.2%	0.8%
ISA Saver Online	2.0%	1.5%	1.6%
Online Saver	1.7%	1.4%	1.0%
Online Tracker Bond	2.4%	2.2%	1.7%

source : Exane BNP Paribas

Taux de rémunération des dépôts (2)

Elle avait aussi dû trouver des financements sur les marchés en payant plus de 13%. Elle vient de trouver de nouveaux financements pour la moitié du coût et n'a plus besoin de surpayer ses déposants. Nous aurons donc dès l'année prochaine une amélioration des marges conséquente qui augmentera les profits de 35% selon nos calculs. Après la prise en compte des besoins en capitaux pour accompagner la croissance du bilan et ramener le ratio de fonds propres à 12%, Lloyds va générer plus de 10% de free cash-flow. Celui-ci servira progressivement à racheter la participation de l'Etat ou payer un gros dividende. Nous avons maintenu cet investissement.

Nous sommes tombés en revanche sur un gros « os » juridique aux Etats-Unis pour deux banques dans lesquelles nous avons investi sur la base d'un raisonnement similaire : Crédit Suisse et la BNP. Le cas d'investissement dans la BNP est repoussé de deux années si l'amende s'avère être de 9 milliards de dollars comme le prétend la presse.

Alstom

Cela fait sept ans que nous suivons Alstom de près. C'est un fournisseur important des producteurs d'électricité qui nous permettait de recouper les informations pour nos investissements dans les services publics. Nous n'avions jamais été actionnaires car nous n'aimions pas la branche qui vient d'être cédée à General Electric. En bref, l'activité est cyclique et Alstom n'avait pas la taille critique face à de nouveaux concurrents asiatiques. La société n'avait pas le bilan pour faire face aux engagements et garanties qui avaient déjà fait couler l'entreprise il y a dix ans lors de l'intervention de l'Etat qui avait amené l'entrée au capital de Bouygues.

L'opération de cession de cette activité pour 12,4 milliards d'euros change la donne. Désormais Alstom se concentre sur l'activité transport où il est leader mondial par sa présence géographique, la largeur de son portefeuille produit et son avance technologique dans certains domaines. La demande sous-jacente dans le transport n'a jamais été aussi forte grâce à l'urbanisation croissante de la population mondiale. Le carnet de commande d'Alstom dans le transport représente aujourd'hui quatre années de ventes et ne cesse de croître. Quand les carnets de commandes se rallongent, la capacité à monter les prix augmente. Nous sommes donc actionnaires d'une société leader mondial sur un marché en croissance avec un bilan robuste pour consolider un marché encore très fragmenté. Nous sommes tombés sur un « os » car notre scénario ne comptait pas sur l'entrée au capital de l'Etat dans l'opération, ni sur la décision « forcée » de garder des divisions en joint-venture pour 2,5 milliards d'euros. Le cours de bourse a très mal réagi à l'annonce. Selon nos calculs, en excluant ces joint-ventures qu'Alstom a la possibilité de revendre à minima au prix d'acquisition via un put, la partie transport qui nous intéresse a un FCF /EV supérieur à 12% dès 2015.

Conclusion

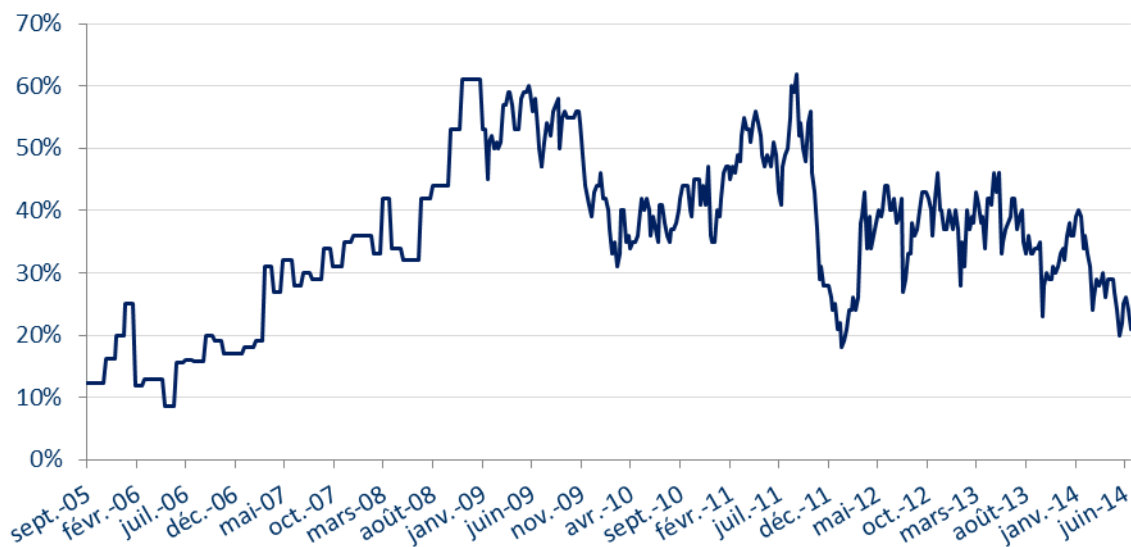
Nous sommes prudents car très mal à l'aise avec ce qui commence à ressembler à une bulle sur le marché du crédit. Les marchés actions sont très chers alors que les prévisions bénéficiaires sont de nouveaux révisées à la baisse. Grâce à notre équipe de plus en plus nombreuse et expérimentée, nous trouvons encore des investissements spécifiques avec un bon potentiel de hausse. Mais ne nous voilons pas la face : le potentiel à la hausse nous semble trop faible pour déployer plus de capitaux et le gros potentiel à la baisse n'arrivera qu'avec la baisse du marché obligataire encore soutenu pour le moment par les banques centrales. Nous avons fortement réduit la voilure sur BDL Rempart Europe en baissant l'exposition brute et nette (en annexe), et en attendant, nos short nous protégeront en cas de baisse. Le fonds BDL Convictions est quant à lui investi au minimum du ratio PEA.

Nous attendons avec beaucoup de discipline de meilleures conditions pour gagner de l'argent en restant vigilants avec notre patrimoine.

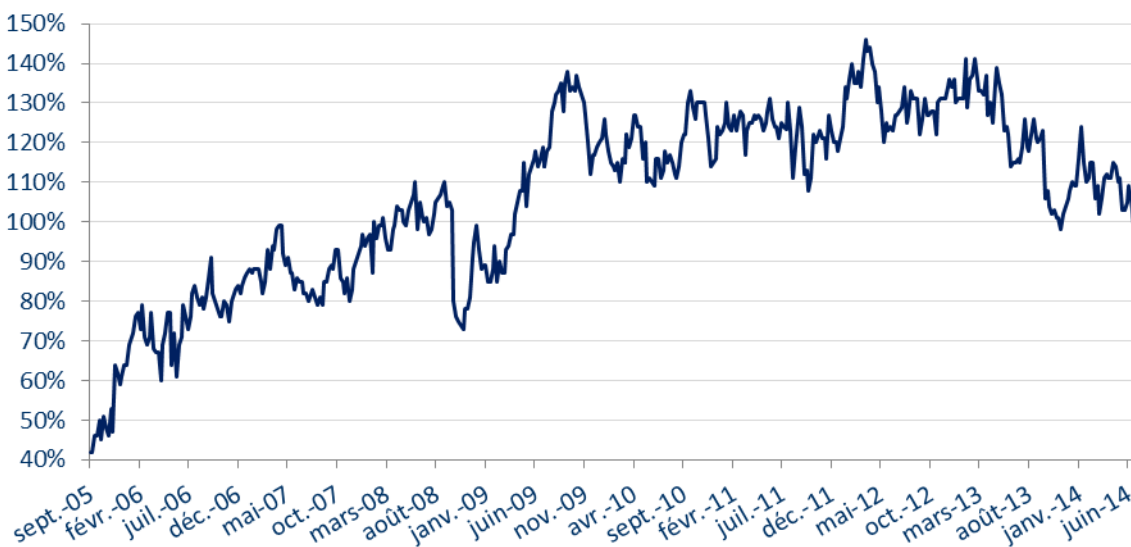
Hughes Beuzelin et l'équipe de BDL Capital Management

Lettre achevée d'être rédigée le 26 Juin.

Annexe



Exposition nette de BDL Rempart Europe*



Exposition brute de BDL Rempart Europe*

*Ces expositions excluent l'investissement dans Telekom Austria de 3.39%. Une OPA a été réalisée par le groupe América Móvil dirigé par le mexicain Carlos Slim.