

ADL Partner

ÉLIGIBLE PEA / PEA PME

Bourse de Paris - Ticker : ALP / ISIN : **FR0000062978**



- Un retour gagnant ? -

Date de l'analyse : 17.02.2020

Cours d'achat : 16,30 EUR

Nombre de titres achetés : 30

Objectif de cours : 26,70 EUR (potentiel de +64%)

**Nous attirons votre attention sur la faible liquidité du titre.
Les volumes d'échanges quotidiens sont faibles.
Si après avoir effectué votre propre analyse, cette action vous intéresse :
soyez vigilants lors de vos passages d'ordre.**

Présentation

ADL Partner a été fondée en 1972. Le groupe conçoit, commercialise et met en œuvre, pour son propre compte ou celui de ses partenaires (banques, distribution, services, e-commerce, ...), des services de fidélisation et d'animation de la relation clients. Opérant sous la marque ADLPerformance, le Groupe travaille aujourd'hui avec 50 % des entreprises du CAC 40 et de

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

nombreuses ETI. Il se structure autour de trois activités principales : les services de presse, les services marketing et les assurances.

Activités en détail :

1. Services de presse. Leader européen de la fidélisation de clients par la presse magazine, le Groupe commercialise des abonnements presse depuis plus de 40 ans.

2. Services marketing. Ces services combinent les entités du Groupe et ses filiales pour proposer des solutions cross-canal sur mesure et novatrices. L'ensemble de leurs solutions permet d'accompagner les entreprises dans leur création de valeur en maximisant la performance de leurs actions marketing et de valorisation de la connaissance client.

3. Assurances. Via sa filiale ADLP Assurances, le Groupe propose des produits d'assurance par marketing direct à ses clients et prospects et à ceux de ses partenaires.

ADL Partner est une vieille connaissance. Le titre avait fait un passage dans le 1^{er} portefeuille daubasses, mais cette RAPP (Rentabilité à Petit Prix) n'avait pas franchement brillé à l'époque. La ligne avait été cédée à la liquidation du portefeuille générant une moins-value de 19%.

Nous ne l'avions pas réintégré dans le *Portefeuille daubasses 2*, car nous étions un peu las du discours des dirigeants qui nous promettaient monts et merveilles avec le développement de l'activité **Assurance**. Dans les faits, nous avons vu beaucoup de dépenses, mais peu de résultats.

Aujourd'hui l'activité **Assurances** reste marginale. En revanche, l'activité **Marketing digital** est en forte croissance et a permis à la société de compenser la baisse des ventes sur son activité traditionnelle de **Magazines**. Le virage amorcé en 2012 pour se réorienter vers les métiers du digital semble donc en bonne voie.

Une activité historique en déclin

Le groupe opère principalement sur 2 métiers qui suivent des trajectoires diamétralement opposées. L'activité **Magazines** est en déclin structurel depuis maintenant plusieurs années. Le groupe a opéré un recentrage et a mis fin à ses offres ADD (Abonnement à Durée Déterminée) et LOAV (Livres, Objets, Audio, Vidéo) courant 2020.

La presse papier n'est clairement pas un business d'avenir et heureusement les dirigeants l'ont

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

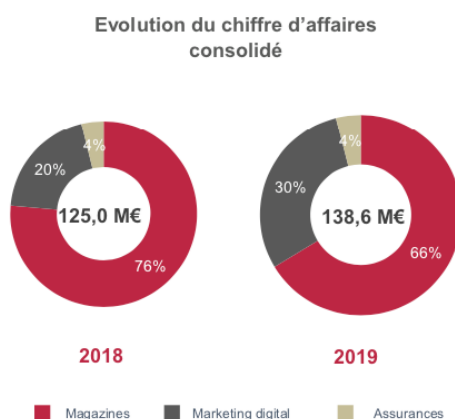
bien compris.

Pour pallier à cette baisse d'activité et grâce aux flux de trésorerie générés par ses "vieux métiers", le groupe a mis en œuvre une stratégie de croissance externe qui l'a conduit à prendre le contrôle des sociétés suivantes :

- (i) **Activis.** Fondée en 1997, Activis est une agence de marketing digital spécialisée dans la génération de trafic et de leads qualifiés. Activis pilote des projets digitaux en utilisant la Data dans toutes les phases stratégiques (profilage d'audience, data sémantique et data analytique). ADL détient 100% du capital de la société depuis 2018.
- (ii) **Converteo.** Fondé en 2007, Converteo est un cabinet de conseil spécialisé dans la transformation digitale et data permettant aux entreprises d'accélérer leur performance business. Le Groupe est actionnaire de la société Converteo depuis avril 2014 et en détient 69,02 % à fin 2019.
- (iii) **Leoo.** Fondée en 2009, Leoo est spécialisée dans la conception et l'animation pour ses clients de programmes de fidélisation, de parrainage, de rétention et de gratification. ADL est actionnaire de la société Leoo depuis 2015 et en détient 100% depuis décembre 2019.

La société dispose également d'une filiale en Espagne, **ADLPartner Hispania**.

Avec ces acquisitions, la part de l'activité digitale a fortement progressé avec une hausse de chiffre d'affaires de +61% en 2019. Elle pèse donc naturellement de plus en plus lourd dans l'activité du groupe comme on peut le voir ci-dessous :



Sur les 9 premiers mois de 2020, l'activité **Marketing digital** a continué sa progression pour

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

atteindre 35% du chiffre d'affaires consolidé du groupe (en hausse de +23,2% par rapport à 2019).

Chiffre d'affaires			
En M€	2020	2019	Variation
1 ^{er} trimestre	35,6	33,5	+6,3 %
2 ^{ème} trimestre	29,3	33,4	-12,5 %
3 ^{ème} trimestre	34,2	33,2	+3,2 %
Total 9 mois	99,1	100,1	-1,0 %
<i>Dont</i>			
Magazines	60,3	68,1	-11,4 %
Marketing digital	34,7	28,2	+23,2 %
Assurances	4,0	3,8	+6,6 %

On voit en revanche que l'activité **Magazines** poursuit son déclin avec un recul du chiffre d'affaires de 11,4%..

Après avoir progressé de 12% en 2019 à 5,5 M EUR, l'activité **Assurances** affiche quant à elle une progression de +6,6%. Elle reste toutefois assez marginale (4% du chiffre d'affaires consolidé).

Globalement, malgré un recul de l'activité de 1,0% à fin septembre 2020 en raison de la crise sanitaire, la société a retrouvé le chemin d'une croissance assez soutenue sur les derniers exercices (hausse du chiffre d'affaires par action de +21% entre 2015 et 2019, soit +4,8% de hausse annualisée).

	2015	2016	2017	2018	2019
Bénéfice par action (en €)	0,80	1,27	1,03	2,10	1,26
Chiffre d'affaires par action (en €)	27,56	28,48	29,82	30,01	33,29
Marge opérationnelle courante	4,5%	7,7%	5,7%	10,3%	5,5%
ROE	15,1%	23,4%	20,0%	45,2%	26,2%

La tendance est clairement plus marquée qu'elle ne l'était lors de notre premier achat (croissance annualisée de +1,2%). Tableau extrait de notre 1^{ère} analyse pour rappel :

n-1	28,88
n-2	27,70
n-3	27,57
n-4	29,03
n-5	28,38
n-6	28,42
n-7	29,47
n-8	26,59

Chiffre d'affaires par action 2007-2014

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

Niveau marges, c'est plus mitigé. L'exercice 2018 a été très bon avec une marge opérationnelle courante supérieure à 10%. Le groupe explique cette bonne performance par une hausse du résultat de la filiale espagnole, la prise en compte du résultat de Converteo - qui a été intégrée globalement à compter de juillet 2018 - et la baisse des investissements commerciaux sur l'activité **Magazines**.

Pour 2019, c'est clairement moins bien ! La marge est retombée à 5,5%. Cette baisse serait liée à la hausse des investissements commerciaux et à des charges de restructuration de l'activité France Abonnement (pour un montant de 2,7 M EUR).

Un pas en avant, deux pas en arrière... ? On espère que les dirigeants ne vont pas nous rejouer la même chanson que lors de notre premier achat...

En attendant, nous notons que le ROE reste à un niveau très appréciable de +26% en moyenne sur 5 ans !

Une belle « cash cow » ?

Lorsque nous avons acheté le titre en 2015, la société était une belle « *cash cow* » (vache à lait). Le free cash-flow moyen pour la période 2007-2014 était de 1,63 EUR par action pour un bénéfice moyen de 1,62 EUR. L'intégralité des bénéfices pouvait donc revenir aux actionnaires. La société n'avait pas à mettre en réserve une partie des bénéfices pour financer des investissements de maintien.

Avec un cours de 17,67 EUR (lors de notre 1^{er} achat), le *free cash-flow yield* moyen (free cash flow / capitalisation boursière) était de plus de 9%, un niveau tout à fait appréciable.

Sur les 5 dernières années, le *free cash-flow* moyen a baissé.

	2015	2016	2017	2018	2019
Free cash-flow par action (en €)	- 0,94	1,42	1,61	1,71	0,26

De 2015 à 2019, il s'est élevé à 0,81 EUR par action en moyenne. Les exercices 2016 à 2018 ont été proches des niveaux historiques (1,42 EUR, 1,61 EUR et 1,71 EUR). C'est donc plutôt vers les exercices 2015 et 2019 qu'il faut se tourner pour comprendre cette baisse.

En 2019, le *free cash-flow* a été impacté par :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

- (i) Une hausse du BFR (Besoin en fonds de roulement) de +4,5 M EUR (en raison notamment de la hausse du poste client qui est passé de 38,3 M EUR à 46,1 M EUR = +7,8 M EUR)
- (ii) Le paiement d'un complément de prix de 2,1 M EUR dans le cadre de l'augmentation de la participation dans Converteo (la participation du Groupe dans Converteo est passée de 34,01 % à 69,01 % à fin 2018).

Retraités de ces éléments, le FCF par action pour l'exercice 2019 s'élève à 7,7 M EUR, soit 1,85 EUR par action. On est donc au-dessus de la moyenne historique.

En 2015, les marges avaient été fortement impactées en raison des investissements commerciaux. Nous écrivions à l'époque (avril 2016) :

« Comme déjà annoncé de nombreuses fois via les précédents communiqués de presse, la rentabilité est en berne, malgré une activité stable. Ainsi, du fait des coûts de structure en très forte augmentation du fait du déploiement des activités de courtage d'assurances, les bénéfices sont divisés par 3 à 3,4 M EUR par rapport au 10 M EUR de 2014. »

Si l'on ajoute à ça une hausse du BFR de 3,7 M EUR et l'acquisitions de titres **Leoo** (désormais une filiale à 100% de l'activité Services Marketing) pour un montant de 1,3 M EUR, on voit bien que le *free cash-flow* de l'année 2015 n'était pas représentatif.

Hors changement de périmètre et variation du BFR, ADL Partner semble donc toujours mériter son titre de « cash cow » !

Valorisation

Actualisation des flux de trésorerie

La société ne présente pas de décote sur la valeur de ses actifs. En revanche, nous l'avons vu, elle génère des flux de trésorerie importants et récurrents (hors éléments exceptionnels). Nous allons donc valoriser le titre sur la base de ses flux de trésorerie libre.

Afin de neutraliser les variations du BFR et les changements de périmètre, nous retenons : (1) la CAF (capacité d'autofinancement) après produits financiers nets et impôt sur les sociétés de laquelle nous déduisons (2) les décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

	2015	2016	2017	2018	2019	Moyenne
(1) CAF après produits financiers nets et impôt sociétés	4 535	7 281	6 396	9 890	12 949	8 210
(2) acquisitions immo corp/incorp	842	501	1 170	2 376	2 151	1 408
(3) = (1) - (2)	3 693	6 780	5 226	7 514	10 798	6 802

Nous obtenons un flux de trésorerie retraité de **6,8 M EUR** en moyenne sur les exercices 2015 à 2019, soit **1,63 EUR par action***. Curieusement, nous retrouvons au centime près le même montant que nous avons calculé sur la période 2007-2014.

**pour un nombre de 4 164 590 actions. Au 31 décembre 2019, la société détenait 181 128 de ses propres actions (4,35% du capital). Par prudence, nous n'en tenons pas compte car d'après le dernier rapport annuel, celles-ci n'ont pas vocation à être annulées (elles seraient destinées à financer de la croissance externe et à un programme d'attributions gratuites).*

Comme à notre habitude, **nous ne valorisons pas la croissance de la société**. Nous sommes conservateurs et préférons "l'obtenir gratuitement" si croissance bénéficiaire il y a, plutôt que de la payer et tenter de la valoriser. Ce serait un exercice plus que périlleux.

Pour le calcul de la valeur actualisée des flux de trésorerie, nous retenons **un taux d'actualisation de 9,3%**. Il s'agit du taux utilisé par la société pour les tests de dépréciation de ses écarts d'acquisition. Ce taux nous paraît suffisamment conservateur au regard de la faiblesse actuelle des taux sans risque et du profil de la société.

Nous obtenons une valeur actualisée des flux de trésorerie futurs de $1,63 / 9,30\% =$ **17,53 EUR**.

Nous ajoutons à ce montant la valeur de la trésorerie nette de la société au 30 juin 2020 = **7,70 EUR**.

Enfin, nous déduisons la valeur du BFR car celui-ci est négatif (**2,95 EUR**).

Notre objectif de cours basé sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs est donc de :

$$DCF = 17,53 + 7,70 - 2,95 = \mathbf{22,28 \text{ EUR}}$$

Actif net réévalué

La société fournit un indicateur de sa valorisation dans son rapport annuel. Elle calcule un actif net réévalué (ANR) qui tient compte de la valeur du portefeuille d'abonnement à durée libre. Celui-ci est calculé de la manière suivante :

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

LES DAUBASSES

La valeur du portefeuille d'abonnements à durée libre est calculée en actualisant les revenus nets futurs que vont générer ces abonnements tout au long de leur durée de vie grâce à la connaissance statistique que la société a accumulée depuis plusieurs années du comportement de ces abonnements en France et dans ses filiales.

La courbe de vie des abonnements recrutés par une opération promotionnelle permet de déterminer à tout moment l'espérance de vie résiduelle des abonnements restants. En appliquant au nombre des abonnements restant à servir le revenu moyen constaté et la marge sur coûts directs (déduction faite des remises à payer), on obtient la contribution nette restant à recevoir des abonnements résiduels correspondant à une opération.

Au 30 juin 2020, la valeur du portefeuille (calculée directement par ADL Partner) s'élevait à 105,8 M EUR, soit 25,40 EUR par action. En ajoutant les capitaux propres consolidés part du groupe (24 M EUR = 5,77 EUR par action), nous obtenons un actif net réévalué au 30 juin 2020 de :

Actif net réévalué = 25,40 + 5,77 = **31,17 EUR**

Notre objectif de cours est la moyenne de ces 2 valorisations : 'actualisation des flux de trésorerie' et 'ANR fourni par l'entreprise' = **26,70 EUR**. Au cours actuel le potentiel sur cet objectif est de **+64%**.

Conclusion

Nous nous étions séparés de nos titres ADL Partner fin 2018 sur un sentiment de déception. Les dirigeants faisaient beaucoup de belles promesses, mais cela ne se traduisait pas dans les résultats.

Il nous semble que les choses s'améliorent progressivement même si comme nous l'avons vu, les résultats évoluent encore en dent de scie au gré de la hausse ou de la baisse des investissements et des coûts de restructuration de l'activité **Magazines**.

L'horizon n'est donc pas encore totalement dégagé, mais avec un cours qui n'a guère évolué par rapport à fin 2018, l'affaire nous semble tout de même plus intéressante aujourd'hui. La société a retrouvé le chemin d'une croissance soutenue et le dynamisme de l'activité Marketing digital nous paraît prometteur. Le groupe dispose d'un très beau portefeuille de clients européens (voir plus bas), signe que son expertise semble être reconnue.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

LES DAUBASSES

Nous avons identifié quelques cerises sur le gâteau :

Géographie du capital

Le dossier présente une dimension spéculative en raison de la taille du flottant. Le groupe est contrôlé par la famille Vignerons qui détenait 75,10% du capital et 87,41% des droits de vote au 31 décembre 2019. Le flottant représente donc moins d'1/4 des actions de l'entreprise. Une sortie de la cote n'est donc pas à exclure.

Retour à un gros dividende ?

Enfin, on notera que la société a été plutôt généreuse en matière de dividendes au cours des dernières années. De 2015 à 2018, elle a versé un dividende de l'ordre de 1 EUR par action. Aussi, après avoir dans un premier temps renoncé à une distribution au titre de l'exercice 2019 en raison de la crise sanitaire, les dirigeants ont finalement décidé de verser un dividende de 0,45 EUR. Un retour au niveau historique de 1 EUR pour l'exercice 2020 pourrait conduire à un rendement supérieur à 6% sur la base du cours actuel et attirer les investisseurs friands de gros coupons !



Portefeuille client

source : présentation juin 2020

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](https://forum.daubasses.com)

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#) [cliquez sur le lien].

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tous droits réservés