

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 10
Suivi des sociétés analysées	page 12
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société Civeo Corporation	page 24
Analyse de la société Emerson Radio Corp.	page 29
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 38

Edito



Février 2015, tout est virtuel, ne vous en faites plus !

Pourquoi être inquiet de la réalité, puisque tout est virtuel, juste de l'image, encore de l'image et des textes poétiques, fantasmagoriques, surréalistes, hyperréalistes, ... ? Pourquoi broyer du noir quand tout est lumineux, ensoleillé et sans le moindre nuage à l'horizon ? Pourquoi devrions-nous déprimer, puisque dès le générique de fin, déroulant le nom des acteurs, les morts sont bien vivants, les salauds redeviennent respectables, les crétins sont redevenus intelligents, les voleurs des gens biens, les alcooliques des gens sobres, les putains des femmes vertueuses, les tueurs des êtres fragiles ne faisant pas de mal à une mouche ?

C'est un peu de la cérémonie des « Oscars Daubasse », dont nous allons vous parler aujourd'hui dans ce 47ème numéro. Des films, téléfilms et documentaires primés par l'Equipe. Voici donc dans l'ordre, les films que nous avons retenus, suivis d'un petit « Pitch » et de quelques commentaires.

1° Le gros, la grosse et le judoka

En gros, c'est l'histoire fantasmagorique de Vladimir, sorteur dans une boîte de nuit, la nuit (!) et travaillant dans une pépinière le jour et qui rêve de devenir Nicolas 2, tsar de toutes les Russies. Après 10 minutes de vie quotidienne, un peu glauque, nous voilà visuellement transportés sur le champ de bataille, au cœur des annexions. « Pampam », « boum », « crack », « uuuhhh », comme dirait Dutronc. Nous assistons donc pendant un quart d'heure à un déluge de feu et de sang dans une mise en scène hyperréaliste et maîtrisée. Jusque là, assez passionnant, mais l'intensité retombe assez vite selon nous, quand entre en scène le petit François, surnommé « mouche » et sa copine Angie, qui viennent

Edito

négocier la paix avec Nicolas-Vladimir 2. Autour d'un chocolat chaud au café Pouchkine, commence un long palabre de plus d'une heure. Mouche qui semble s'ennuyer car c'est Angie qui parle sans arrêt à Nicolas, finira même par s'endormir en plein débat. Et nous devons avouer que nous aussi, puisque nous avons dû réveiller Louis A, endormi sur l'épaule de Louis P, lui-même endormi sur l'épaule de Franck lorsqu'a commencé le générique de fin. Le happy end de la fin reste quand-même une source d'interrogation féconde et énigmatique, puisque la paix décrétée par Mouche et Angie semble satisfaire tout le monde, alors que Vladimir continue à rêver la nuit de nouvelles conquêtes territoriales et qu'en flash-back des journaux ukrainiens, roumains ou lettons, font état de nouveaux combats, de nouvelles manœuvres, de feu, de sang et de misère. Mais personne ne lit ces journaux lointains. Une fin puissante, selon notre point de vue, qui joue subtilement entre rêve et réalité.

2° V__ _line

Eschyle, Sophocle et Euripide, sont tour à tour convoqués dans ce chef d'œuvre grec à la grille de lecture multiple et mis en scène par Georges Andreou, appelé par les acteurs « papa ». C'est l'histoire de deux VRP athéniens au chômage depuis 36 mois, Alex et Yanis, qui ont soudain une idée de génie grâce la baisse du pétrole de plus de 60%. En fait, ils veulent acheter à bon prix, le plus possible de vaseline et assécher ainsi la production mondiale... Attendre une remontée des prix de l'or noir et revendre leur camelote, aux grecs, mais aussi à tous les européens, avec un immense profit qui feront d'eux des milliardaires en USD (ils ne veulent plus compter en Euros). La réplique qui fait mouche a lieu sur une terrasse ensoleillée de la Plaka, autour d'un jus de pamplemousse. A la dixième minute, Yanis dit à Alex, « nous allons construire le fort Knox de la vaseline, sur le sol grec ». Franck nous fait remarquer l'inouïe profondeur de cette réplique, qui convoque à elle seule la tragédie grecque spéculative, sur l'aréopage contemporain de nos aspirations. Nos deux amis partent pour Chypre et créent la société Sodome & Deep Well. Ltd dans une banque d'affaire dirigée par l'ami d'un ami du cousin d'Alex, avec seulement 1 000 USD empruntés difficilement à leur familles ! Le film bascule ensuite dans un *road movie* financier haletant dans lequel nos deux compères se sont fixés comme objectif d'emprunter 500 millions d'euros aux banquiers vautours qu'ils haïssent secrètement. Et ils démarrent, comme il se doit, par la city de Londres, puis c'est Francfort, Paris, Milan, où ils se font jetés de plus en plus brutalement. Cette tragédie prend de l'ampleur quand ils décident, sans un rond en poche, de faire du stop, en direction de Bucarest, Roumanie. C'est ici leur dernière chance. Elle est mince mais ils y croient. A leur plus grande surprise, le directeur général d'une banque locale leur accorde un entretien, où ils peuvent enfin expliquer leur plan d'affaire, noir sur blanc, les garanties qu'ils vont donner à leurs créanciers via une banque de Chypre, leur transparence et surtout la taille de leur deal : un *big deal*. Le banquier roumain semble accrocher. Et c'est à ce moment là qu'Alex, dans l'idée de porter l'estocade finale afin de convaincre le banquier, parle du drame humanitaire grec, du chômage, du salaire moyen, de la rapacité du monde d'au-

Edito

jourd'hui, en gros... de tout ce qu'ils sont décidés à combattre avec leur vase-line. En sortant du bureau du banquier roumain, qu'ils considèrent déjà comme leur meilleur ami, trois infirmiers les attendent, pour leur enfiler deux camisoles de forces. Et c'est la fin. Un peu sèche, commente Louis A, mais c'est ainsi avec la tragédie grecque. Nous tombons tous d'accord sur le numéro d'acteur époustouflant de Yanis, qui ressemble vraiment à Bruce Willis, avec en plus des yeux de chacal fougueux.

3° Les secrets des licornes

Il ne s'agit pas d'une adaptation du Secret de la Licorne de Hergé et des aventures de Tintin, comme le titre pourrait le laisser penser, bien que les héritiers de Hergé aient réclamé des royalties, juste pour le fait que la production ait employé, les mots « secret » et « Licorne », arguant qu'il ont déposé la marque enregistrée, voici 72 ans, à la sortie de l'album en 1943, mais plutôt d'un documentaire hyperréaliste, sur la jeunesse siliconée. Louis P se frottait déjà les mains en faisant des « ouuu, ouuu, cela risque d'être chaud ! », quand j'ai dû leur avouer que j'avais zappé bizarrement quatre lettres, entre le « n » et le « ée », puisqu'il s'agissait en fait de la jeunesse de la Silicon Valley... Franck n'a pas hésité à dire merde. *Sorry* les gars, encore un cas de psychologie cognitive à développer sur le blog du style : « les mâles investisseurs ne pensent qu'à ça », a essayé de tempérer, Pierre. Tout cela commençait donc très mal et les choses ont légèrement empiré, quand nous avons eu connaissance des auteurs de ce documentaire : Michael et Lova Moor. Nous avons du concéder à Louis A un gros paquet de popcorn pour qu'il daigne entrer dans la salle car nous savions déjà que nous allions subir une charge anti-Daubasses, anti capitaliste de série z ! Et oui, cela a commencé encore plus mal que nous le pensions avec plus de 30 minutes de description de ces jeunes hirsutes qui traînent les pieds dans des baskets crades, sac-à-dos dans le dos, tatouages un peu partout, piercings dans le nez, sur la langue et dans les joues, plus des gros trous en plastique ou en métal dans le lobes d'oreilles. « De mon temps, c'était quand même des boucles d'oreille ! », a lancé Franck. « Et oui Francki, t'as vieilli l'ami ! », a lancé Louis P. Et puis Michael et Lova Moor ont enchaîné sur l'attitude de ces merdeux affalés à longueur de journée sur leurs chaises devant des PC, travaillant en meutes sur des chiffres, des lettres et des signes, qui finissent par faire mal aux yeux. Et en plus, ils boivent du Coca et mangent des Big Mac ou des pizzas, la honte, dorment même parfois sur place, les esclaves. Nous allons laisser la trame du film ici car cela devient très compliqué pour nous et nous contenter de vous expliquer ce que nous avons compris. Les licornes ce sont des jeunes entreprises et donc de très jeunes entrepreneurs qui ont surfé sur ce que l'on appelle la troisième vague du web et notamment l'avènement du smartphone, pour développer leur société ou créer leur modèle. Ces entreprises ont généralement moins de 10 ans et ont, pour pouvoir être classées, « Licornes », une valeur de plus d'un milliard de \$. On en dénombre actuellement plus ou moins 80 dans le monde, avec une écrasante majorité de sociétés américaines établies dans le Silicon Valley. Dans le top 14, nous trouvons 10 sociétés US, 2 chinoises

Edito

et 2 indiennes, en voici leur nom et leur valorisation :

Xiaomi Technology (Chine, 46 Md de \$), Uber Technologies (USA, 41 Md \$), Sanpchat (USA, 19 Md \$), Palantir Technologies (USA, 15 Md \$), Airbnb (USA, 13 Md \$), Pinterst (USA ,11 Md \$). Nous avons ensuite, Dropbox (USA), Space X (USA) et Flipkart (Inde, 10 Md \$), Theranos (USA, 9 Md \$) et aussi Meltuan (Chine, 7 Md \$) et enfin, Wework (USA), Snapdeal (Inde) et Wework (USA). Les secteurs d'activité sont variés, comme les paiements mobile, la santé, les réseaux sociaux, les télécom, le tourisme, le e-commerce, le stockage, ... Le mot de la fin sera notre regret, collégialement partagé, d'une absence évidente de jeunes européens et donc de jeunes entreprises européennes innovantes. Plutôt qu'une critique toujours acerbe contre ce capitalisme créatif, nous aurions aimé que les réalisateurs posent la question de l'absence européenne à nos politiques de tous bords.

Roulement de tambour.

Le Jury est en émoi. Suspense !!!!

A l'unanimité, nous décernons notre « Oscar Daubasse » à toutes les « Licornes de la Silicon Valley » et du monde entier, simplement parce que ces licornes représentent un monde en mouvement, le monde de demain où tous les espoirs sont permis.

Trouvez-vous ces valorisations normales, vous, les chasseurs de Daubasses ? Et nous vous répondrons oui, même si nous sommes à peu près certains que nous n'achèterons jamais ce type de sociétés, à moins qu'elles ne soient proches de la faillite avec des actifs immobiliers et un paquet de liquidités. Par contre, nous aimerions vendre ce type de société, qui ressemble toute proportion gardée à une daubasse technologique qui sans faire le moindre profit, voit soudain son cours multiplié par 10. Si monsieur le marché est enthousiaste à ce point et que des investisseurs préfèrent acheter 10x plus haut, au lieu de 10x plus bas, nous trouvons tout-à-fait normal que le vendeur largue son bébé ou sa daubasse... car ce n'est pas lui qui fait les prix, et personne n'oblige les vendeurs à sortir des milliards, ce sont eux qui décident de sortir cet argent de leur poche.

Ce mois de février est positif pour notre portefeuille avec une performance mensuelle de +5.31%. Nous restons malgré tout, légèrement sous la performance du marché mesuré par notre tracker le MSCI World, qui enregistre sur le mois une performance de +6.51%.

Nous sommes parvenus malgré le recul de nos minières (hormis Alamos et le recul matière première via Sprott Ressources) à rester dans le sillage du marché, grâce aux performances à deux chiffres de Matica Technologies, Emerson Radio, Panaria, Ceramiche Richetti, Amrep, Civeo, Dover Down Gaming, Elephant Capital ou encore Alamos.

Edito

Mouvements mensuels

Nous avons effectué deux opérations sur le mois de février. Si l'on se penche sur notre historique de transactions, nous remarquons qu'il faut remonter à 2010 pour trouver 2 transactions. En 2014, nous avons effectué 6 transactions. En 2012 et 2013 nous avons effectué 4 transactions en février et 3 transaction en 2011. Tout ceci pour dire que nous restons extrêmement prudents sur notre manière de dépenser nos liquidités, en privilégiant plus que jamais la décote, tout en restant de plus en plus imperméables à l'euphorie des marchés. Nous sommes également bien conscients que dans ce marché haussier, l'exigence de la discipline de tous les investisseurs va être mise à rude épreuve et cette année 2015 sera sans doute encore plus difficile que les deux années précédentes, également pour nous. En plus de notre attention accrue sur chaque euro investi, nous espérons donc dégager une nouvelle fois le plus de liquidités possible, quitte à sacrifier quelques % de performance, voire à sous performer sévèrement le marché. Ce n'est pas quelque chose d'extraordinaire en théorie, puisque nous mettons en pratique, avec l'aide de notre *process*, la maxime boursière : vendre au son du violon.

Mais nous observons également et comme toujours, qu'il y a un gouffre entre la théorie et la pratique, pour une majorité d'investisseurs. Il suffit de faire un calcul approximatif du nombre d'investisseurs qui ont acheté au son du canon en 2008-2009 et du nombre d'investisseurs qui achètent depuis 3 ans au son du violon, alors qu'il faudrait vendre! Une majorité d'investisseurs semble une nouvelle fois se moquer de cette maxime. Alors qu'elle devrait être dans tous les esprits.

Voici donc nos deux opérations de février:

Le 3 février, nous avons acheté la société Civeo Corp. C'est vraiment la seule société que nous avons trouvé jusqu'à présent qui nous permet de profiter d'une remontée du cours du pétrole et qui correspond entièrement à notre *process*. C'est ce que nous pourrions appeler un investissement par la bande, puisque la société ne déroule pas directement une activité pétrolière proprement dite, mais plutôt immobilière et de service, vu qu'elle construit des logements où se développent les forages pétroliers ou miniers, et assure plusieurs services comme la fourniture de nourriture et autres. Un investissement par la bande est parfois plus confortable qu'un investissement direct, et c'est le cas pour Civeo qui de notre point de vue possède des actifs, le plus important pour nous, mais également via ses contrats déjà existants elle bénéficiera de flux de trésorerie. Mais bien sûr, il faut aussi comprendre qu'un investissement par la bande et donc plus confortable, possède également des inconvénients. Si vous faites un investissement direct dans une pétrolière, dès que le cours du pétrole remontera, votre société sera impactée positivement. Ce qui ne sera pas tout à fait le cas de Civeo, même si un peu marginalement dès le premier redressement des cours. Pourquoi est-ce que ce ne sera pas le cas ? Tout simplement parce qu'il faut deux éléments pour que le bilan de Civeo soit impacté posi-

Edito

vement. Tout d'abord, une remontée du cours du pétrole, et ensuite la mise en production de nouveaux sites par des sociétés pétrolières. Sans un cours du pétrole beaucoup plus élevé que le coût de production, qui permettront aux sociétés pétrolières de dégager des marges et donc de générer des profits, les nouveaux sites ne seront pas ouverts et donc ces sociétés pétrolières ne feront pas appel à Civeo pour construire de nouveaux logements et fournir des services. Comme très souvent, il faudra sans doute faire preuve de patience, sur cette net-estate dont la VANT actuelle est de 8.97\$, car ce ne sera pas forcément dans les semaines qui viennent, voire les mois qui viennent, que le cours du pétrole repartira à la hausse.

Notre second investissement est presque surréaliste dans ce marché haussier. Il s'agit du renforcement de Emerson Radio, que nous avons payée 1.32\$, soit au prix de ses liquidités, moins l'ensemble de ses dettes. En gros, nous avons renforcé sur une triple net. Même si les triples net ne couraient pas les chemins comme en 2008, ce n'est pas notre premier investissement sur une triple net. Par contre, ce qui est vraiment surréaliste, c'est que cette société s'encadre aussi dans notre catégorie RAPP grâce à une belle rentabilité. Donc si vous la regardez comme une triple net, vous avez une énorme cerise sur le gâteau : sa rentabilité. Et si vous la regardez comme une RAPP, soit une société qui dégage de la Rentabilité et que l'on peut acheter A Petit Prix, ce n'est plus du petit prix mais vraiment du mini prix! Pour la petite histoire, Emerson figure déjà dans notre tableau *baggies* et n'est donc pas une inconnue pour nous, puisqu'en nous l'avons achetée le 8 juillet 2009 et revendu le 7 janvier 2010 avec une plus value de 270.64%, soit un investissement multiplié par 3.71 en 183 jours. Nous espérons donc à terme faire d'Emerson Radio notre premier double *bagger*.

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille au mois de février

Top 3

- 1° Net Net : Matica Technologies : +45.43%
- 2° Net Estate : Amrep Corp : +43.88%%
- 3° Net Estate : Panaria Group : +33.97%

Flop 3

- 1° Diversification Value : Sprott Ressources : -21.97%
- 2° Net Net : Sport Halley : - 20%
- 3° Diversification Value : Dundee Precious Metal : -16.76%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans (de 2009 à 2014), le portefeuille du club a dégagé

Edito

1.45% de performance moyenne sur les mois de février. La performance de février 2015 est donc supérieur à cette moyenne, avec +5.31%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde positif de 9892.79€, nos deux achats et aucun vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 19 832.62€ et effectué des ventes pour 13 698.30€. Le solde achat / vente est donc positif de 6 134.32€. Nos liquidités on donc diminué et pèsent 13.88% du portefeuille.

Sur l'année 2015 et ce mois de février, voici donc les performances par catégories :

- 1° Net-Estate : + 13.21% (sur le mois + 9.35%)
- 2° Net-Net : + 9.43% (sur le mois + 4.42%)
- 3° Diversification Value : +9.37% (sur le mois - 0.14%)
- 4° RAPP : +0.66% (sur le mois +0.27%)

Nous observons que les net-estate et les net-net ont fortement contribué à la performance mensuelle du portefeuille, mais également annuel. La catégorie diversification dans la value limite les dégâts avec le recul des minières et matières premières, grâce principalement à la performance du Holding suédois Investor AB et du fond côté indien Elephant Capital, mais aussi à la minière Alamos Gold. Les RAPP semblent amorphes.

La rubrique culturelle

Voici nos articles préférés du mois : le premier sur les fameuses licornes de la Silicon Valley... Ensuite, un clin d'oeil à « panpan cucu aïe ouille », le film du mois... Et enfin, en direct de l'Olympe, Warren nous parle des ses investissements allemands!

[Les nouvelles étoiles géantes du Web](#)

[50 nuances de...: les détournements](#)

[Why Warren Buffett wants to buy a bunch of German companies \(en anglais\)](#)

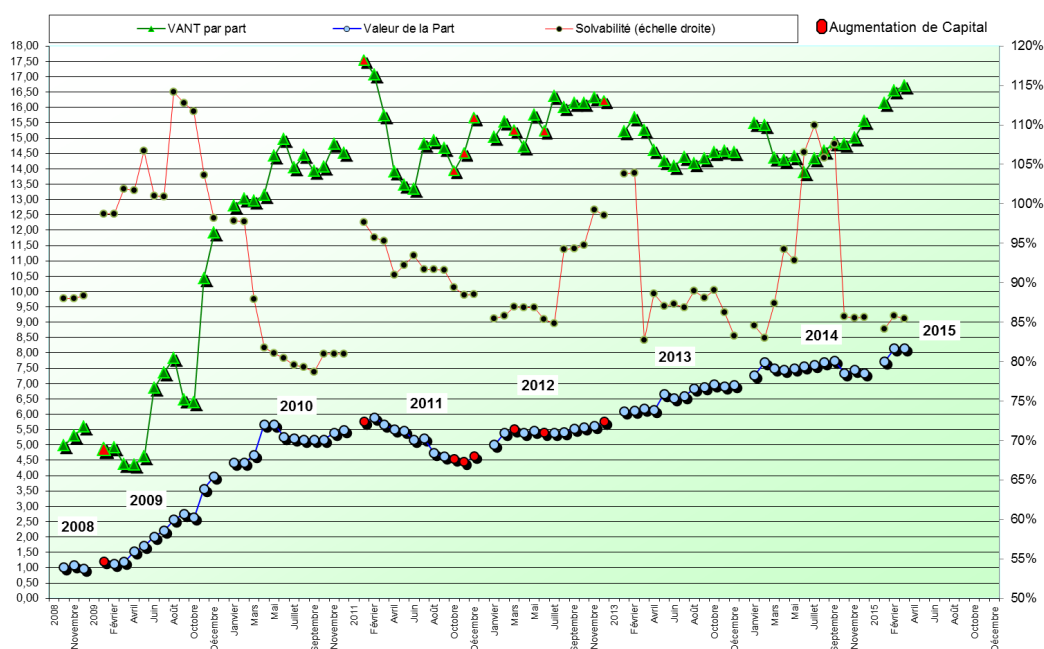
Nous vous laissons découvrir le contenu de notre lettre avec deux analyses, celle de Civeo et l'analyse RAPP de notre triple-net Emerson Radio.

L'Equipe des Daubasses

Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repères du portefeuille du club que nous jugeons dignes d'intérêt. Ils nous permettent d'avoir une idée nuancée sur notre portefeuille, et de mesurer rapidement un ensemble de paramètres, en perpétuelle évolution.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
6 mars 2015	
Valeur d'une Part	8,14 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,71 €
Potentiel	105,30%
Solvabilité pondérée	85,48%
3,33% Pondération Max	11.823,65 €
Nombre total de positions	61
Répartition des Devises	
Euro	43,05%
Dollar Américain	36,73%
Livre Sterling	9,89%
Dollar Canadien	4,49%
Courone Suédoise	3,19%
Franc Suisse	2,65%
Variation des devises Yield	4,52%
Nombre de société vendue	102
Gain Moyen	2.308,33 €
Perte Moyenne	- 822,30 €
Société en Gain	71
Société en Perte	31
1 Euro investi a rapporté	6,43 €



Portefeuille

Ci-dessous, une vue de notre portefeuille, ainsi que les ratios et notations des sociétés.

Chacune des sociétés a été notée par les membres de l'Equipe des Daubasses. Deux notations, sur une échelle allant de 0 à 3, sont attribuées à chaque société: le potentiel et le risque.

Plus la note globale est élevée, plus le rapport rendement potentiel/risque nous semble bon. Ainsi, les sociétés avec une note de 6 présentent selon nous le meilleur potentiel avec un risque modéré. Cette cote représente la synthèse des visions subjectives de l'Equipe mais ne vous dispense pas de vous faire votre propre opinion.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	1458%	Sport Haley Inc	-72%	0,04%	3	1	4	237%	Avalon	50%	1,53%
0	3	3	63%	Coast Distribution System	95%	3,15%	1	0	1	3182%	Bodisen Biotech	-89%	0,03%
2	0	2	195%	Taitron	6%	0,48%	3	2	5	357%	Exacompta - Clairefontaine	-10%	1,68%
0	2	2	37%	Trans World Entertainment	532%	1,31%	1	2	3	50%	Gevelot	412%	4,49%
0	3	3	41%	Leeds Group Plc	117%	2,41%	3	2	5	153%	Irce	47%	1,26%
3	1	4	218%	Vianini Industria	-1%	2,68%	2	1	3	172%	Natuzzi	-20%	1,66%
2	0	2	170%	Jemtec	-75%	0,16%	0	2	2	41%	Crown van Gelder	20%	2,39%
3	0	3	252%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0,52%	3	3	6	86%	Peel Hotels	168%	4,06%
2	1	3	89%	MBL Group	18%	0,80%	3	0	3	377%	Ceramiche Ricchetti	82%	1,79%
3	1	4	328%	Asian Pacific Wire & Cable	7%	2,69%	1	1	2	33%	Panaria Group	101%	2,93%
3	2	5	176%	Deswell Industries Inc	5%	1,77%	1	3	4	78%	Loeb Holding	26%	1,43%
3	1	4	247%	Vet Affaires	-27%	1,30%	1	1	2	22%	Hammond Manufacturing	122%	1,62%
0	2	2	67%	Velcan Energy	13%	0,48%	3	0	3	136%	Encre Dubuit	7%	1,92%
3	1	4	395%	Global Tech Advanced Inovation	-7%	0,86%	3	1	4	183%	Dover Downs Gaming	22%	2,16%
0	2	2	68%	Zoom Telephonics	30%	0,16%	3	0	3	194%	I Grandi Viaggi	26%	1,07%
0	1	1	49%	Norcon Plc	56%	1,86%	2	3	5	79%	SunLink Health System	59%	2,88%
0	0	0	0%	Albemarle & Bond	0%	0,00%	1	1	2	51%	STR Holdings inc	-52%	0,23%
2	2	4	94%	Matica Technologies	22%	2,21%	0	2	2	28%	Skyline Corp	63%	1,53%
3	0	3	242%	Gravity Corp Ltd	-22%	1,45%	3	1	4	265%	Tecumseh Product	-22%	1,46%
2	3	5	58%	Emerson Radio	0%	1,68%	3	1	4	130%	Signaux Girod	1%	0,92%
							0	2	2	41%	Amrep Corp	59%	2,44%
							3	0	3	374%	Gafisa S.A.	-41%	0,64%
							3	2	5	146%	Civeo corp.	19%	1,30%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	95%	Eastern European Property	-4%	0,67%	3	3	6	213%	GEA	-5%	0,84%
1	0	1	79%	Elephant Capital Plc	-32%	0,09%	3	2	5	162%	Bell AG	8%	1,22%
0	2	2	17%	Luxempart	39%	1,36%							
3	2	5	200%	Dundee Precious Metal	-54%	1,38%							
0	3	3	-6%	Investor AB	149%	3,19%							
0	3	3	14%	Sofragi	38%	0,84%							
1	2	3	51%	(ADR) First Pacific Ltd	6%	1,20%							
1	3	4	29%	(ADR) Jardine Strategic Ltd	24%	1,39%							
3	2	5	117%	Silver Standard Ressource	-15%	0,46%							
3	2	5	232%	Argonaut Gold	-65%	0,45%							
1	2	3	57%	Sprott Ressources Corp	-59%	0,35%							
0	2	2	1%	(ADR) Henderson Land Ltd	59%	1,29%							
1	1	2	44%	Socfinaf	-7%	0,95%							
3	0	3	127%	Alamos Gold	-28%	0,71%							
3	1	4	74%	Great Eagle Holdings Ltd	14%	1,08%							
1	3	4	40%	Symphony International Holdings	24%	1,16%							

Vous trouverez la vue classique du portefeuille en Zone Premium, mise à jour de manière hebdomadaire, à l'adresse:

<http://www.daubasses.com/zone-premium/notre-portefeuille-daubasses>

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos précédentes lettres et pour lesquelles nous n'avons pas encore procédé à un achat. Ce tableau synthétique vous permettra de suivre au fil des mois l'évolution de ces sociétés « hors portefeuille » que nous avons mises sous étroite surveillance.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Hors Portefeuille
0	2	2	72%	Paradise Inc
1	3	4	46%	AKER -A-
3	1	4	135%	Vianaini Lavori

News de nos sociétés



Aker ASA (Norvège) Ticker : AKER.OL

La holding énergétique a logiquement souffert de l'effondrement des prix du pétrole. Si la VL de la société a logiquement baissé, la direction voit dans les conditions actuelles une des meilleures possibilités de créer de la valeur pour les actionnaires. Ainsi la part de cash détenue par Aker est assez confortable et représente +/- 15 % de la valeur totale du groupe. La direction propose aussi aux actionnaires qui le souhaitent de percevoir la moitié du dividende en nouvelles actions Aker et ce, avec une décote par rapport au prix du marché, ceci afin de préserver sa force de frappe pour de nouvelles acquisitions. Enfin, afin de tenir compte du contexte difficile pour le secteur, des mesures vont être prises pour réduire les dépenses de fonctionnement avec, notamment comme mesure symbolique, le gel des rémunérations des dirigeants et des administrateurs. Par rapport au cours actuel, la décote est toujours d'environ 30 %.

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI

L'entreprise annonce une légère perte pour l'année 2014, à 0,02 CAD par action. Les coûts d'extraction de 703 USD l'once se situent à un niveau nettement supérieur à l'année précédente.

La grosse inconnue reste la mise en exploitation des mines turques qui constituent, pour l'heure, l'essentiel de la valeur de Alamos. Malheureusement, les contraintes juridiques rendent la date d'octroi des permis d'exploitation assez aléatoire.

La mise à jour des réserves aurifères de la société ne sera disponible que durant le mois de mars. Nous l'attendons avec impatience pour ajuster notre valorisation de la société.

Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI

A l'issue du deuxième trimestre de l'exercice clos au 31 décembre 2014, la société réduit peu à peu ses pertes. Ce qui impacte directement le bilan qui s'améliore encore. La VANT par action progresse de +1,1% à 2,79 USD vs. 2,76 USD par action au 30 septembre 2014, car retraitée des amortissements, le résultat du trimestre est positif.

News de nos sociétés

Amrep (USA) Ticker : AXR

Nous apprenons que la société vient de vendre pour 2 millions de dollars sa partie distribution de journaux et emballages. Le CEO de Amrep déclare ceci sur cette transaction :

« Après de nombreuses années dans la distribution de magazines et les emballages, nous sommes heureux que cette transaction permettra à Amrep de se concentrer principalement sur ses services immobiliers et de gestion des abonnements aux entreprises, ce qui permettra de générer de la valeur pour les actionnaires », a déclaré Edward B. Cloues, II, Président de Amrep. « Cette disposition va aiguïser notre attention et surtout renforcer le bilan de notre société en éliminant les rendements négatifs sur le capital investi ».

Depuis cette annonce du 9 février, le cours a pris plus de 35%. Et nous sommes en phase complète avec le marché pour dire que c'est une excellente nouvelle, avant de creuser plus en avant quand un nouveau bilan sera disponible.

Aviat Network (USA) Ticker : AVNW

Le second trimestre clôturé le 26 décembre 2014 est acceptable. La VANT de la société est en légère baisse à 1.39\$. Au cours de 1.25\$, la société cote à un peu plus d'un fois sa valeur net-net et net-estate. La marge de sécurité est donc inexistante. Nous observons une amélioration dans le compte de résultat avec une hausse des revenus de 7.80%. Le coût des produits a augmenté de 4.34%. Quant'aux coûts fixes, ils sont en baisse de 4.5%. La perte nette subie sur le trimestre est de -3.33\$ au lieu de -9.90\$.

Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW

Excellent exercice 2014. Même si l'activité est en baisse de -0,9% à 2 598 M CHF, grâce à un meilleur mix produit (réorientation vers les produits à plus forte valeur ajoutée) la marge opérationnelle (EBIT) ressort à 4,3% du CA, vs. 4,0% en 2013. Il croît en valeur de +5,9% à 111,2 M CHF. Le Groupe anticipe en 2015 une activité à l'internationale un peu plus compliquée du fait du niveau du franc suisse. Toutefois, le marché suisse reste le marché majeur, puisqu'il correspond à 72% de l'activité de Bell AG et la devise helvétique ne devrait avoir que des impacts limités, dixit le management.

Lors de la prochaine assemblée générale, il sera proposé une augmentation du dividende de 5 CHF, soit 65 CHF par action.

Notre RAPP continue à augmenter ses bénéfices. Nous la conservons donc bien au chaud.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Bonne nouvelle relative pour Civeo. Deux nouveaux contrats ont été conclus en Australie dans le bassin de Bowen pour une mine de charbon et sur un champ pétrolier, pour une valeur de 32 millions de \$.

Ce qui est relatif, c'est que ce contrat était déjà enregistré dans le dernier compte de résultats comme contrat en cours et n'aura donc aucune incidence sur les revenus de la société en 2015.

News de nos sociétés

Crown Van Gelder (Pays-Bas) Ticker : CVG.AS

Nous avons officiellement apporté l'ensemble de nos titres à l'offre, via notre broker. La messe semble donc être dite pour ce titre.

A titre d'information tout de même, à noter que la société a publié ses résultats 2014. Et... ils sont excellents : un bénéfice de 3,1 M EUR contre une perte de 13,0 M EUR en 2013 ! Les fonds propres atteignent 8,74 EUR par titre. Nulle doute que l'offre à 5,50 EUR est bien chiche. Cette offre valorise la société moins de 8x ses profits 2014. On a, encore une fois, l'impression que les petits porteurs qui ont soutenu la société pendant les périodes de vaches maigres, se font exproprié à un prix qui est à nos yeux loin de représenter la juste valeur de la société.

Par rapport à notre prix de revient d'octobre 2011 de 4,09 EUR par action, le rendement ressort à +34%.

Pour notre opération d'arbitrage réalisée le 10 octobre 2014 à un prix de revient de 5,25 EUR, le retour est de 4,76% en moins de 6 mois.

Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL

Nous disions donc lors du rapport précédent, clôturé fin septembre 2014, que l'amélioration du bilan de la société traduisait de notre point de vue une certaine dynamique.

Le bilan dont nous disposons aujourd'hui sur le troisième trimestre fiscal de la société, clôturé le 31 décembre, va dans ce sens. La valeur patrimoniale est stable à 5.32\$ et les valeurs net-net et net estate sont en légère progression à 2.97\$ et 4.66\$. Le point important de ce bilan et plus précisément sur ces 3 mois, ce situe au niveau des ventes qui pour la première fois depuis de nombreux trimestres, comme le souligne également le CEO, sont en progression de 1.02%. Pas la mer à boire nous direz-vous, mais il y a toujours une différence entre des ventes en recul et des ventes en progression, quelle que soit la progression. Nous notons une nouvelle fois des frais fixes en recul de 1.68%. La société signe une perte finale de 0.071\$ au lieu de 0.087\$, sur la même période un an plus tôt!

Il y a donc encore du pain sur la planche pour redresser la barre complètement, mais nous aimons toujours quand les faits s'accumulent dans la bonne direction.

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Nous ne disposons pas encore a proprement parlé du rapport annuel de la société, mais seulement d'un détail de comptes du site Business Wire. La valeur patrimoniale de la société a été revue en baisse à 1.42\$, en fait sa valeur net-estate. Au niveau des compte de résultats, nous observons un chiffre d'affaires en baisse de 6%. Les coûts liés à l'activité sont également en baisse de 6%. Nous notons aussi que les frais fixes sont en très légère hausse de 1.16%. Le résultat opérationnel ressort à 0.03\$ par action et est donc positif, mais en baisse de 56% par rapport à 2013. La société enregistre au final une perte nette de -0.02\$ par action. Malgré une remontée du cours au-dessus de la barre de 1\$ ces dernières semaines, la sauvant pour l'instant du délisting, nous observons surtout que le dernier trimestre n'a pas été terrible avec une baisse des revenus de 2%.

News de nos sociétés

Nous apprenons que la partie jeux a généré des revenus en baisse de 2% et que la partie hôtel n'a pas progressé sur les 3 derniers mois de l'année. Le taux d'occupation des chambres a été de 80% au lieu de 81% un an plus tôt.

Le CEO Denis Mac Glynn, ne semble pas se calmer sur la gourmandise de l'état dans la ponction des taxes et nous explique que la société a versé à l'Etat 92 million de \$, soit 2.81\$ par action en 2014 et que cela démontre "l'irrationalité de la formule de partage des revenus de jeu actuel et la nécessité d'un rééquilibrage". Monsieur Mac Glynn nous explique donc qu'il va revenir à la charge, lors de la réunion du 30 juin avec l'Etat.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Avec les résultats annuels, nous avons la bonne surprise de constater que les coûts de production d'une once d'or (net des produits liés aux autres métaux comme le cuivre et l'argent) atteint les 259 USD. Un des plus bas niveaux jamais observé. Malheureusement, la société a produit un peu moins d'or qu'en 2013 et avec une moindre marge. L'EBITDA 2014 atteint 98 M USD mais les pertes sont creusées à -59 M USD du fait notamment de pertes de valeurs pour 19 M USD sur les titres Sabina, ainsi qu'une dépréciation accélérée (et donc sans impact cash) de plus de 80 M USD sur les actifs miniers pour tenir compte de la conjoncture actuelle du marché de l'or.

La solvabilité reste excellente, à 75%, le Groupe ayant encore en équivalent de trésorerie 45 M USD, une dette de 158 M USD, des fonds propres de 704 M USD et une ligne de crédit non utilisée pour 165 M USD. Le risque classique d'augmentation de capital lié aux minières semble donc exclu.

A noter que dans les dépenses de CAPEX en 2014 de 185 M USD, outre les 30 M USD liés à la maintenance de l'outil, 155 M USD étaient consacrés à des projets de croissance (et donc non récurrents), notamment sur le projet de mine Krumovgrad et la fonderie Tsumeb. En 2015, les investissements seront moindres. Environ 35 M USD pour la maintenance, et entre 70-90 M USD d'investissement de croissance sur la fonderie africaine.

Dans ce contexte morose, nous retiendrons une bonne nouvelle. La fonderie Tsumeb a augmenté ses volumes traités de +30% à 198 346 tonnes, tout en réduisant ses coûts de -19%. La marge opérationnelle est donc désormais positive à 18 M USD vs. -7 M USD en 2013. Cet actif décorrélé des cours des métaux précieux semble confirmer sa montée en puissance et assurer une diversification intelligente des autres activités purement minières de Dundee.

Nous attendons la publication des réserves aurifères pour faire tourner notre modèle. D'ors-et-déjà, nous estimons qu'avec notre producteur aurifère low-cost Dundee Precious Metal, un des meilleurs acteurs de son secteur, aux fondamentaux solides, nous pourrions amplement profiter d'un regain des investisseurs pour le métal jaune.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

La publication des résultats annuels arrêtés au 31 août 2014 annonce une NAV de 35 GBp par action, en hausse de +1 GBp par action par rapport au 28 février 2014. Au cours actuel de 18,45 GBp, la décote atteint 47%.

News de nos sociétés

Bonne nouvelle, la société a mis en place un programme de rachat qui peut porter jusqu'à 25% du capital. La seule problématique... est de savoir comment le fonds va racheter ses titres, vu la liquidité presque nulle du titre ? Question sans réponse.

Le management précise que la priorité est toujours de réaliser ses participations les moins liquides et de retourner tout le produit aux actionnaires. D'après leurs dires, il faudra encore environ 2 ans (!).

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le troisième trimestre de la société, qui est donc une net-net mais également une RAPP, clôturé au 31 décembre est de bonne augure. La valeur patrimoniale de la société est en baisse, puisqu'elle a versé un dividende de 0.70\$ fin 2014. Mais à paramètre comparable, la VANT est en hausse de 7% à 2.13\$. Sa valeur net-net est de 2.12\$. Au cours de notre renforcement à 1.32\$, la société est même une triple net, puisqu'elle dispose de 1.46\$ de liquidités pour un endettement total de 0.14\$. Ce qui, avouons-le, est plutôt très rare pour une société qui génère des cash flows positifs. Le dernier trimestre est vraiment bon puisque le chiffre d'affaire est en hausse de 10% et les profits nets de 0.11\$ par action, versus -0.05\$ sur le même trimestre en 2014. Mais prenons un peu de recul et voyons ce que les 9 premiers mois

de l'année nous expliquent avec le compte de résultats. Les ventes sont en baisse de 1.20%. Mais le coût des produits est également en baisse de 2.20%, tout comme les frais fixes qui sont en baisse de 15.21%. Les revenus opérationnels bondissent de 73% par rapport aux neufs premiers mois de 2014. Le résultat net est de 0.11\$ alors qu'il n'était que de 0.01\$ un an plus tôt sur la même période.

Encres Dubuit (France) Ticker : DBT.PA

Un nouveau retard dans la publication des comptes est de nouveau annoncé. La cause est toujours la cession de la filiale brésilienne. Nous sommes à deux doigts de penser que l'information financière est insuffisante pour que nous gardions la société en portefeuille, car nous ne comprenons plus la moindre raison à ce retard.

Mais bon, pour contrebalancer un peu notre inquiétude doublée d'énervement, la société communique trois informations plutôt positives.

Le chiffre d'affaires annuel 2014 d'Encres Dubuit est ressorti à 19,3 millions d'euros, soit un recul de 600.000 euros.

Le chiffre d'affaires du premier trimestre de l'exercice 2015, d'octobre à décembre 2014, a augmenté de 11,1% à 5 millions d'euros. Des ventes de machines de sérigraphie sont à la base de ce bon résultat.

En ce début d'année, Encres Dubuit explique avoir lancé une nouvelle gamme d'encres graphiques, baptisée Citygraf, qui semblent intéresser leurs clients. Espérons une nouvelle fois que nous allons recevoir au plus vite les rapports détaillés et que les dates seront enfin respectées.

News de nos sociétés

First Pacific (Honk Kong) Ticker : FPAFY

Le conglomérat commence à annoncer les résultats de ses participations. Le producteur de métaux, énergie et minerais précieux, Philex, annonce, malgré une nouvelle année déprimante pour les matières premières, un résultat net doublé par rapport à l'année précédente (le bénéfice opérationnel hors exceptionnel est en hausse de 4 %).

Metro Pacific, spécialisée dans les infrastructures aux Philippines, annonce aussi un résultat en hausse de 17 %.

Par contre, Philippines Long Distance Telephone a annoncé un léger tassement de son bénéfice, de 4 % malgré une hausse symbolique du chiffre d'affaires, de 1 %.

Même si ces résultats sont enregistrés dans des devises qui se sont moins bien comportées que le dollar, monnaie de référence des certificats ADR que nous détenons, nous avons toujours quelques difficultés à comprendre la décote de 40 % en bourse supportée par la holding.

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

Le promoteur immobilier brésilien coté à New-York a publié ses résultats annuels 2014. L'activité est en baisse de -13% à 12 151 M BRL. La marge d'EBITDA est de 12,2% du chiffre d'affaires à 261 M BRL. Mais le Groupe sort des pertes de -43 M BRL, principalement à cause des pertes de la filiale Tenda, déficitaire pour -109 M BRL, alors que la seule entité Gafisa est très largement bénéficiaire, à 67 M BRL.

La bonne nouvelle, c'est que le spin-off de Tenda est bien en cours et devrait avoir lieu courant 2015. Se séparer dans de bonnes conditions de ce foyer de pertes pourrait permettre au Groupe de renouer fortement à la rentabilité.

Enfin, sur 2014, la société a racheté pour annuler 54,7 millions d'actions. Ce sont pas moins de 15,2% des actions en circulation qui ont été annulées. Vu la décote du cours par rapport à la valeur de la société, nous apprécions ces manœuvres qui créent fortement de la valeur pour les actionnaires restant.

Nous attendons la prochaine publication du bilan pour calculer les ratios concernant les décotes patrimoniales.

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Le chiffre d'affaires du 1er trimestre 2014/2015 est en forte baisse de 34 %.

Étrangement, c'est surtout à l'étranger que la baisse des ventes se déroule car en France, l'activité connaît à peine un léger ralentissement et nous apprenons que GEA vient de signer un contrat pour équiper une autoroute en Grèce. Espérons que la baisse de l'euro va permettre à la société de conclure quelques contrats hors zone euro et ainsi, relancer ses ventes.

Nous apprenons aussi que le rapprochement envisagé avec l'Espagnole Tecsidel n'aura finalement pas lieu.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Triste nouvelle en début de mois, puisque nous apprenons le décès du président Paolo Martignoni. La famille majoritaire au capital continue à tenir les rennes du Groupe, puisque Mario Martignoni reprend la relève.

News de nos sociétés

Au niveau boursier, la société a communiqué sur le fait qu'elle a racheté 5 000 titres à un cours moyen de 125 EUR. Une belle application de 625 000 EUR sur cette valeur peu liquide qui cote au fixing. Un rachat bien en deçà des 203 EUR de VANT (décote de 38%) par action que nous avons calculés avec le bilan du 30 juin 2014. Ces 203 EUR étant notre cours cible de vente.

HKScan (Finlande) Ticker : HK4

Le groupe agro-alimentaire finlandais délivre de bons résultats 2014. Malgré une activité en baisse de 6% par rapport à 2013, les restructurations opérationnelles coûteuses ont fini par payer. L'EBIT est multiplié par près de x5 à 55,5 M EUR. Et, double cerises sur le gâteau : 1) le management propose un dividende de 0,10 EUR par action, identique à l'exercice 2013, auquel il ajoute un dividende exceptionnel de 0,39 EUR. Et 2) pour 2015, l'équipe de direction prévoit encore une amélioration des bénéfices.

Pas de surprises, le titre a profité de ces bonnes nouvelles pour progresser de plus de +40% sur le mois de février.

La VANT au 31 décembre 2014 ressort à 5,47 EUR, au delà du cours actuel de 5,65 EUR. Soit un gain de +67% en 4 mois depuis la publication de notre analyse dans la lettre de novembre 2014, qui prenait comme cours de référence le cours de clôture du 31 octobre, soit 3,39 EUR.

Le titre ayant dépassé sa VANT, nous actons une vente virtuelle, et par la même occasion, nous décidons de ne plus suivre la valeur.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

L'exploitant de villages de vacances clôture l'année 2014 avec un chiffre d'affaires en hausse (+ 13,7 %) et une perte réduite de 30 %. L'Ebitda est revenu à l'équilibre. La nouvelle VANT s'établit à 1,45 euros.

Pour l'année 2015, les perspectives ne semblent toujours pas encourageantes, la crise économique incitant les ménages à réduire leurs budgets « vacances » et la concurrence restant forte dans le secteur.

Jardines Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

La société asiatique a annoncé les résultats de sa filiale indonésienne, le conglomérat Astra. Plombé par la mauvaise performance des activités automobiles et des dépréciations actées sur les mines de charbon, le bénéfice est en baisse de 1 % malgré une bonne tenue des activités agro-alimentaires.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Outre la communication que nous vous avons fait parvenir par email le 12 février, précisant l'actualité autour de la fusion avec Matica Solutions : « *Matica Solutions est donc la maison-mère de Matica Technologies dans laquelle nous sommes investis. C'est d'ailleurs Matica Solutions qui fabrique une bonne part des produits qui sont commercialisés par Matica Technologies.*

Si nous avons correctement compris et interprété ce communiqué, une grosse augmentation de capital va se dérouler. Les actionnaires de Matica Solutions vont apporter les actifs de la société à Matica Holding et recevront, en échange, des actions Matica Technologies. Ensuite, pour préserver les droits des action-

News de nos sociétés

naires minoritaires de Matica Techno, ceux-ci se verront offrir la possibilité de souscrire à des nouvelles actions Matica Techno au prix de 2,23 euros (qui semble être la valorisation qui a été retenue pour valoriser l'apport des actionnaires de Matica Solutions).

Afin de vérifier si les petits porteurs avaient bel et bien été respectés dans leur droit, nous avons désespérément cherché des informations financières qui nous auraient permis de valoriser les actifs apportés mais, Matica Solution n'étant pas cotée, nous n'avons malheureusement rien trouvé.

A première vue et sous réserve d'une information financière qui démontrerait que nous nous sommes fait floués par l'acquisition d'une coquille vide, nous aurions plutôt tendance à voir cette opération positivement avec deux conséquences selon nous :

- augmentation de la liquidité de l'action en bourse
- alignement des intérêts des actionnaires de Matica Solution (qui fabriquent une bonne part des produits commercialisés par Matica Techno) et des actionnaires de Matica Techno ».

Couplée à cette nouvelle majeure, le cours s'est envolé de +50% sur la seule journée du jeudi 26 février 2015. Les raisons en sont d'excellents résultats annuels 2014.

Nous avons seulement quelques éléments opérationnels non audités sur l'exercice 2014, mais qui sont explosifs. En effet, avec un chiffre d'affaires en hausse de +18,5% par rapport à 2013 à 35,9 M EUR, un EBITDA de 3,5 M EUR (en hausse de +124%) et un EBIT (ou résultat opérationnel) qui bondit de +200% à 3,0 M EUR. Le bénéfice avant impôt est en hausse de 215% et atteint 0,9 M EUR. La société se dit prête à saisir des opportunités sur son marché, sa trésorerie étant largement excédentaire.

Enfin, nous nuancerons toutes ces relatives bonnes nouvelles avec un bémol. La qualité de la communication financière laissant à désirer... Il est vraiment compliqué d'obtenir les données financières. Mais peut être est-ce aussi un des objectifs de la société. Ne pas se faire trop remarquer ?

Migatronik (Danemark) MIGA-B.CO

Le titre de l'industriel danois a bondit de plus de +20% en février, et pour cause, les résultats 2014 sont très bons. L'activité est stable par rapport à 2013, à 267 M DKK. L'EBIT progresse de +27% à 6,9 M DKK et les bénéfices, sur la même lignée, progressent de +18% à 5,1 M DKK.

Au niveau du bilan, le ratio de solvabilité est toujours d'un haut niveau à 71%. La VANT progresse de 3,9% à 262,46 DKK.

Nous apprenons également la démission du conseil d'administration de Finn Thor Hansen.

Rubicon (USA) Ticker : RBCN

Nous ne disposons pas encore du document officiel SEC du bilan annuel de la société, mais seulement d'un résumé assez détaillé de Business Wire. Nous révérons ces chiffres dès la parution du rapport annuel SEC. La valeur patrimoniale de la société est en légère baisse: elle passe de 7.56\$ à 7.21\$. La société cote actuellement à 1.5 X sa valeur net-net et à 1 X sa valeur net-estate. Son

News de nos sociétés

chiffre d'affaire est en hausse de 9.80%, mais le vrai problème de la société c'est le coût de la matière première et donc des produits qui sont en hausse de 18.76%. Les frais fixes sont en hausse de 10.89%, tandis que les frais de R&D sont en baisse de 18%. Au final, la société signe une perte de 1.70\$ par action au lieu d'une perte de 1.35\$ par action.

La direction semble faire un constat lucide de la situation et plus précisément du prix du saphir qui a subi une forte augmentation dans la première moitié de l'année, pour ensuite diminuer légèrement. La direction explique également une pression subie sur le prix de vente des produits en raison de l'affaiblissement significatif du Rouble et du Yen. Les perspectives pour 2015 sont assez difficiles et la direction ne semble pas se faire trop d'illusions. Elle prévoit un exercice similaire à celui de 2014, et donc une perte probable, même si elle continue à mettre beaucoup d'espoir dans le développement de l'industrie du LED et de ses multiples applications.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Notre mine d'or et d'argent annonce des pertes coupées en deux pour l'année 2014 par rapport à l'année 2013 mais surtout, une perte opérationnelle divisée par 5. Les coûts d'extraction pour la mine de Pirquitas (mine d'argent) s'élèvent à 12,08 usd par once, en légère baisse par rapport à l'année précédente. Pour Marigold (mine d'or), ils s'élèvent à 838 usd l'once.

Suite à ces résultats, nous mettons à jour notre modèle de valorisation qui nous donne un juste prix de 9,85 CAD pour la société.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

Au 31 janvier 2014, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

48.77% d'actions

22.53% d'obligations

28.70% de liquidités ou placements court terme

Nous remarquons qu'en ce mois de janvier la partie action a été réduite de 3% au profit de la partie obligataire, les liquidités et les placements à court terme restant stables.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Le premier trimestre de la société clôturé au 31 décembre 2014 nous montre une valeur patrimoniale en augmentation, à 2.52\$. Nous n'avons pas dans ce rapport trimestriel le détail de l'immobilier à son coût d'acquisition et donc après la vente de l'hôpital de Fulton, nous ne savons pas déterminer avec précision la VANE de la société. Nous la reprendrons à 2.88\$ dans nos tableaux comme en septembre 2014, date du rapport annuel. Mais nous ne considérons plus cette VANE comme seuil de vente, puisqu'elle est sans doute inférieure à la VANT de 2.52\$. Dans le compte de résultat, cette vente de Fulton apparaît net de remboursement de dettes et d'autres obligations avec une perte de 0.02\$ par action. Au niveau du compte de résultat, nous avons sur le trimestre des revenus en baisse de 3.20%. Mais nous observons surtout dans les dépenses une baisse de 24% du coût des services, une baisse de 35% des autres dépenses sur les coûts fixes et une baisse de 25% sur les dépenses liées aux salaires et

News de nos sociétés

autres rémunérations. Le résultat final est un profit de 0.10\$ par action, au lieu de 0.04\$ par action un an plus tôt sur le même premier trimestre.

Nous pouvons lire que l'effort de la direction pour améliorer sa rentabilité interne et réduire sa dette, a commencé à porter ses fruits et va se poursuivre en vendant d'autres actifs les moins rentables si nécessaire. A ce stade de la réorganisation, la direction n'envisage pas d'autres acquisitions, sauf sur réelle occasion.

Nous pensons à ce stade qu'il n'est plus trop permis de remettre en question le travail de la direction pour créer de la valeur pour l'actionnaire à terme, puisque déjà traduite en chiffres et nous estimons que les probabilités que cela se poursuive sont importantes. Avec 70% de potentiel estimé, à un cours de 1.47\$, nous jugeons que le couple risque / potentiel est encore relativement intéressant.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

« Après une année 2014 consacrée à une profonde réorganisation de l'offre et à une forte réduction des stocks, avec, pour conséquence, des pertes significatives, les équipes ont analysé, beaucoup réfléchi et travaillé à une nouvelle offre qui signe le retour à l'ADN originel de VÊT Affaires : de tous petits prix pour habiller toute la famille. Les premiers résultats nous confortent dans nos choix et notre volonté d'inverser la tendance dès 2015. »

Voilà ce que nous explique le président de Vet'Affaires à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires de 2014. Nous, on veut bien ... mais en termes de « 1er résultats », nous ne trouvons pas que les choix de cette direction de « bras cassés » soient confortés puisque le chiffre d'affaires du dernier trimestre est du même tonneau que le reste de l'année, c'est-à-dire en baisse d'une dizaine de pourcents. Ceci dit, nous avons déjà expliqué le peu d'estime dans laquelle nous tenions les dirigeants de l'entreprise mais nous avons quand-même l'impression que le prix actuel en tient largement compte.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

La société annonce la cession de sa participation dans SAT, une concession d'autoroute. Celle-ci s'est faite au prix de 27,5 millions d'euros, soit légèrement au-dessus du prix auquel cette participation avait été comptabilisée dans le rapport financier de 2013. La plus-value serait donc de +/- 0,09 euros par action ... et le cash de la société augmenterait de 0,63 euros.

Viel (France) Ticker : VIL.PA

La société a présenté son chiffre d'affaires consolidé pour l'année 2014. Il est en baisse de 2,4 % malgré la bonne tenue du courtage en ligne (Bourse Direct).

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Nous sommes en mesure de vous commenter les résultats annuels de la société grâce à Market Wired, car le 10K de la SEC n'est pas encore disponible. Nous reviendrons éventuellement sur ce rapport annuel si des différences ou des informations supplémentaires apparaissent. L'année 2014 est positive pour la société avec une valeur patrimoniale de 0.27\$ par action et une valeur net net

News de nos sociétés

de 0.26 \$. C'est évidemment dans le compte de résultat que nous trouvons les éléments positifs avec des ventes en hausse de 6% sur l'année, comparé à 2013. Nous notons aussi une baisse des frais fixes de 14% et une hausse de la R&D de 23%. La société dégage donc un profit net de 0.02\$ au lieu d'une perte de -0.14\$ en 2013.

« Nous sommes encouragés par nos résultats d'exploitation », a déclaré Frank Manning, le CEO de Zoom. « Nous avons travaillé dur pour augmenter nos ventes, améliorer les marges et réduire les dépenses. En 2015, nous espérons améliorer significativement les résultats principalement par de nouveaux produits dans les modems câble, les modems cellulaires, les routeurs et les capteurs sans fil, connectés à Internet. »

Tout ceci est donc encourageant pour l'avenir et comme nous finissons par connaître le sérieux de monsieur Manning, nous pensons que ce ne sont pas des mots vains, puisque cela fait plusieurs trimestres que les preuves chiffrées sont bien présentes.



Analyses de société

Civeo Corporation

(Nyse, Ticker: CVEO / ISIN : US1787871078)

I. Introduction



Civeo est une spin-off récente issue de sa scission récente (le 30 mai 2014) d'avec l'entreprise pétrolière Oil States International. Elle fournit des solutions d'hébergement temporaire pour le personnel, de la logistique et des services de gestion d'installation pour l'industrie des ressources naturelles.

En particulier, Civeo se charge du développement immobilier à proximité des sites d'exploitation et adapte les capacités de logement au fur et à mesure que l'exploitation prend de l'ampleur. Ceci permet au client de mieux contrôler ce poste important de son budget en faisant appel à un spécialiste. Mais ce n'est pas tout : en plus de ce développement immobilier « sur mesure », Civeo fournit de véritables services logistiques liés à l'hébergement y compris l'alimentation, la fourniture d'eau potable et même le développement off-shore.

Les clients de Civeo sont essentiellement actifs dans le domaine des sables bitumeux au Canada et, accessoirement, dans les gaz de schiste américains et le charbon en Australie.

Cette société constitue donc clairement un deal indirect sur le pétrole. Si les prix du pétrole restent durablement faibles, les sociétés pétrolières réduiront leurs investissements et leurs dépenses d'exploration, et Civeo ne pourra développer de nouveaux « villages ». Dans la négative, le niveau d'activité devrait rester soutenu.

Le 6 février, nous avons acheté 1 400 actions Civeo à un coût de 3,19 USD, taxe sur les opérations de bourse et frais de courtage inclus.

Nous travaillons avec le rapport financier arrêté au 30/09/2014.

II. La Valeur d'Actif Net Net (VANN)

Nous relevons un actif courant de 4,59 USD, duquel nous retirons les intérêts des minoritaires (0,02 USD) et l'ensemble du passif (9,03 USD). **La VANN de Civeo est donc négative pour 4,47 USD par action.**

III. La Valeur d'Actif Net Estate (VANE)

Civeo est, forcément de par la nature de ses activités, propriétaire d'un parc immobilier important. Celui-ci s'élève à 16,79 USD par action. Après avoir pris en compte notre marge de sécurité traditionnelle de 20 % et ajouté la VANN,

Analyses de société

nous obtenons une VANE de 8,97 USD. Ce montant doit néanmoins être relativisé, comme nous le verrons dans le calcul de la VLMV : les bâtiments construits par Civeo sont, en principe, provisoires et ne présentent donc pas la même valeur que de l'immobilier classique.



IV. La Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VLMV)

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est, ô heureuse surprise, le **cash** disponible. Il représente 2,27 USD (soit 80 % du cours actuel).

Le 2e poste de l'actif courant en importance, ce sont les **créances commerciales**. Elles sont généralement payées à 77 jours, ce qui peut sembler un peu élevé pour des prestations de services et des loyers. Nous constatons aussi que 1,9 % de la somme a été provisionné à titre de créances douteuses. La direction est donc sensible sur ce point. En fonction de ce qui précède et aussi pour tenir compte des éventuelles difficultés financières à venir des clients de Civeo, nous prenons une marge de sécurité de 15 % sur ce poste, soit 0,29 USD.

Les **stocks** « tournent » à 30 jours. Ce délai est correct même si on considère que les productions de Civeo se font « sur mesure » et qu'elles ne nécessitent donc pas de « stocks tampon ». 42 % de celui-ci est constitué de matières premières. Etant donné qu'il est probable qu'une bonne partie des stocks constitués sont destinés à être intégrés dans des produits finis et donc déjà commandés, nous prendrons une marge de sécurité relativement réduite sur ce poste, en nous contentant de 15 %. Nous réduisons donc la valeur de ce poste de 0,02 USD.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous revenons d'abord à l'**immobilier**. Comme nous l'avons soulevé dans le calcul de la VANE, il s'agit de logements provisoires qui peuvent perdre toute valeur si, par exemple, les opérations d'exploration ne mettent pas à jour les gisements espérés, si le pétrole extrait n'est plus suffisamment rentable en cas de baisse des cours de l'or noir ou, plus simplement, lorsque le gisement est épuisé. Non seulement ils perdent toute valeur mais, à ce moment-là, ils prennent une valeur négative puisqu'il est probable que Civeo devra supporter des coûts de démontage et de remise en état du site. Pour cette raison, nous allons considérer que l'immobilier du groupe ne vaut pas 80

Analyses de société

% de sa valeur d'acquisition comme nous l'avons fait pour la VANE mais plutôt 50 % de cette valeur d'acquisition. Nous amputons donc la VANE de 5,04 USD supplémentaire.

Toujours au niveau de l'actif fixe, nous tenons compte également de quelques **installations logistiques** pour 5 % de leur valeur d'acquisition. Nous ajoutons donc 0,03 USD.

Enfin, il existe aussi des **encours de construction** que nous décidons de traiter au même titre que l'immobilier fini, à savoir pour 50 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,42 USD par action.

Hors bilan, la société est partie à divers contentieux mais la direction estime que ceux-ci sont négligeables.

En fonction de ce qui précède, nous évaluons la valeur de Civeo en cas de mise en liquidation volontaire à 4,07 USD.



V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

En raison de sa récente spin-off, nous ne disposons pas de suffisamment d'exercices comptables pour calculer une quelconque VCB. Nous constatons tout au plus que la société a, dans un passé récent, dégagé des profits assez conséquents : nous constatons que sur les 9 premiers mois de 2014, la société a dégagé un bénéfice par action de 0,77 USD. Annualisé, cela fixerait le PER à 4,1 à notre coût d'acquisition de 3,19 USD !

Pour l'année 2013, il est à noter que le bénéfice par action s'était établi à 1,71 usd par action, soit plus de la moitié du cours actuel ! Mais, évidemment, comme nous le signalions plus haut, la baisse conséquente des prix de pétrole expose la société au risque qu'un certain nombre de ses clients (et sans doute même un nombre certain) ne doivent à moyen terme renoncer à ses services.

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours actuel de 3,19 USD, nous pouvons acquérir des actions Civeo avec **une marge de sécurité de 64 % sur sa VANE et de 21 % sur sa VLMV. La VANT s'établit à 8,52 USD**, soit un montant inférieur à la VANE. Dans ce cas de figure, nous fixons notre objectif de cours à la VANE et le **potentiel théorique actuel s'établit donc à 178 %**.



Désormais, pour chaque analyse, nous concluons sur trois questions, qui nous permettent de mettre en perspective le prix radin actuel offert par le marché pour chaque Daubasse et ses perspectives d'évolution.

1° Quelles sont les raisons qui ont amené cette société dans la zone Daubasse ?

La raison principale nous semble évidente : la division par 2 des prix du baril de pétrole ainsi que les cours du charbon qui restent relativement déprimés ont entraîné une révision à la baisse des programmes d'investissement des sociétés d'exploration et de production. Concrètement, les clients de Civeo ont annoncé une réduction moyenne de leurs prévisions d'investissement pour 2015 de 20 %. Au Canada, seulement 35 % des chambres installées par Civeo font l'objet d'un contrat d'occupation (contre 75 % début 2014). En Australie aussi, seulement 35 % des logements font actuellement l'objet d'un contrat (contre 55 % début 2014). La direction a aussi annoncé la fermeture pure et simple de deux pavillons au Canada.

Mais nous voyons aussi d'autres causes à la sous-évaluation actuelle ...

En effet, Civeo est un spin-off issu de Oil States International (NYSE:OIS) en mai 2014. Ce spin-off a été provoqué par les actionnaires activistes Jana Partners et Greenlight Capital qui souhaitent créer de la valeur pour Oil States International, car ils en étaient d'importants actionnaires. Civeo a donc commencé à coter à 23 USD l'action en juin 2014. Les spin-off sont traditionnellement survendus sur le marché, car ce sont des titres qui ont été apportés aux détenteurs de la société mère (ici Oil States International) et notamment du fait de leur petite taille, les zinzins vendent pour réaliser un gain et ne pas s'embêter avec une toute petite position. Donc le cours baisse généralement lors des premières se-

Analyses de société

maines de transaction.

Mais Civeo a eu double peine, puisque Jana Partners a liquidé tout sa position sur le titre (pas moins de 11,5% du capital tout de même) début janvier 2015 .

2° Quels sont les éléments qui pourraient faire empirer la situation et faire disparaître la marge de sécurité dans le futur ?

Ici aussi, l'élément central est et reste : le cours de l'or noir. En cas de maintien à long terme de prix déprimé pour le baril, les investissements des compagnies pétrolières diminueront et Civeo risque bien de rester durablement déficitaire.

3° Quelles pourrait-être le ou les catalyseurs, pour faire sortir cette société de l'ornière ?

Forcément, la remontée durable des prix du pétrole (et, accessoirement du charbon) : cette remontée relancera les investissements des sociétés exploitantes dans ces secteurs et dopera le chiffre d'affaires de Civeo. La société a démontré, dans le passé, sa capacité à générer d'énormes rentabilités, du moins quand les cours du pétrole sont favorables. Elle nous semble aussi avoir les capacités de « tenir » pendant une durée relativement longue : sa plantureuse trésorerie, son ebitda que la direction anticipe comme encore largement positif en 2015, sa dette financière qui est essentiellement à long terme mais aussi une direction qui semble réagir très rapidement en annonçant une réduction de ses effectifs de 30 à 45 % et de son programme d'investissement pour 70 %.

Le paiement du dividende, plantureux jusque-là (rendement de près de 20 % par rapport au cours annuel) a logiquement été mis en suspens afin de préserver au maximum la marge de manœuvre financière de l'entreprise.

Vous l'aurez compris : un investissement dans Civeo constitue un pari sur une hausse des cours des énergies, une hausse qui, grâce au potentiel de rentabilité de la société, se répercuterait sur le cours de l'action avec un énorme levier.

Si cet évènement ne se produisait pas, il sera intéressant de voir comment la direction pourrait réorienter l'activité vers des projets porteurs. Elle nous fait un peu penser à Snooze Box : de l'immobilier « éphémère » fortement décoté dans les mains d'une direction à première vue compétente et qui va devoir, peut-être, envisager de réorienter partiellement la stratégie de l'entreprise.



Analyses de société

Emerson Radio Corp.

(Nyse, Ticker: MSN / Code ISIN : US2910872033)

I. Introduction



C'est décidément une vieille connaissance que nous vous présentons à nouveau.

Emerson Radio a effectivement déjà été détenue au sein de notre portefeuille durant le 2e semestre 2009. A cette époque, l'action nous avait procuré une belle satisfaction avec une plus-value de 270 % sur une période de 6 mois. Suite à une nouvelle baisse de cours, due à des résultats financiers récents décevants, nous avons repris une petite position sur cette société en juillet de l'année dernière (vous pouvez relire l'analyse « VANN » dans notre lettre d'août 2014).

Mais voilà qu'à notre (grande et bonne) surprise, notre chasse à la RAPP fait à nouveau apparaître Emerson dans notre radar. Nous sommes donc en présence de notre première VANN qui soit aussi une RAPP ... autrement dit, une société sous-évaluée tant en fonction de ses actifs que de sa capacité à générer des profits !

Emerson Radio est une entreprise américaine fondée en 1948. C'est un distributeur d'électronique grand public (téléviseurs, lecteurs DVD, magnétoscopes, caves à vin portatives, réfrigérateurs, fours micro-onde, home cinéma, ...). Ses ventes s'effectuent au travers d'un réseau de distributeurs, essentiellement aux Etats-Unis.

Le plus gros client est Target (58 % des ventes) suivi par Wal-Mart (22 %).

La société génère son chiffre d'affaires au travers de deux segments :

- D'une part, au travers de la vente directe de ses produits à des détaillants.
- D'autre part, au travers de revenus de licences qu'elle accorde pour l'utilisation de ses marques propres. Ce segment monte « en puissance » au fil des années : il était inexistant il y a 8 ans mais il représente aujourd'hui 51 % de la marge brute générée par la société. Cette transformation nous semble des plus intéressantes pour la rentabilité future de la société : les revenus de licences génèrent, par la force des choses, des marges brutes de 100 % et surtout, ils ne nécessitent que très peu d'investissement, et donc de consommation de cash, pour fonctionner. De plus, ils permettent une plus grande diversification au niveau des distributeurs et donc une diminution de la dépendance à Target et à Wal-Mart.

Nous notons que l'actionnaire majoritaire d'Emerson, The Grande Holding (qui détient 56 % des actions) est en liquidation. Des administrateurs provisoires ont été nommés et une éventuelle cession des actions Emerson a plusieurs fois été évoquée. Aux dernières nouvelles, il semblerait qu'une filiale de The Grande Holding conserverait finalement le contrôle d'Emerson. Néanmoins, ces événements sont à tenir à l'œil.

Nous travaillons avec le rapport financier annuel clôturé le 31/03/2014 ainsi

Analyses de société

que le dernier rapport trimestriel clôturé le 31/12/2014.

Le 20 février, nous avons renforcé notre ligne en Emerson avec l'acquisition de 2 860 actions au cours de 1,32 USD.

II. Gestion

(nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	27.130
n-2	27.130
n-3	27.130
n-4	27.130
n-5	27.131
n-6	27.130
n-7	27.126
n-8	27.127

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation est stable dans le temps. Cette absence de dilution est évidemment positive mais nous aurions souhaité, vu l'ampleur de la trésorerie disponible, que la direction procède à des rachats d'actions massifs.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	0,15
n-2	0,08
n-3	0,06
n-4	0,05
n-5	0,09
n-6	0,11
n-7	0,13
n-8	0,10

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Nous observons ici que le poids des frais administratifs et de commercialisation est stable dans le temps ... à l'exception du dernier exercice comptable. Mais cette hausse est à relativiser selon nous : elle est due en partie à une réduction de valeur exceptionnelle et non récurrente sur des marques commerciales intangibles (en dehors de cet événement, le taux aurait été de 0,13).

Analyses de société

Nous pensons aussi qu'un maintien de ce ratio, alors que la mutation de la société se poursuit, est déjà une performance en soit. Les ventes de licences, si elles constituent des ventes à marge brute nette (puisque la société ne doit pas supporter de coûts de production) nécessite malgré tout des frais généraux relativement constants en valeur absolue (les frais de commercialisation et administratifs ne doivent pas varier beaucoup). Et comme les ventes de licences génèrent, pour une rentabilité équivalente, moins de chiffre d'affaires en volumes, il semblerait logique, toutes autres choses restant égales par ailleurs, que nous assistions à une légère dégradation du ratio au fur et à mesure de la montée en force de ce segment.

3. Rotation des stocks

n-1	26,63
n-2	10,59
n-3	27,17
n-4	17,08
n-5	20,69
n-6	36,84
n-7	39,35
n-8	42,74

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Les marchandises d'Emerson ont tendance à rester de moins en moins longtemps en stock, ce qui semble démontrer une gestion active de ce poste.

4. Création de valeur sur 7 années : 42,3 % ou 5,17 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de voir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.

Une création de valeur de 5,17 % créée pour les actionnaires nous semble relativement faible.

Conclusions :

Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci a été gérée avec sérieux au cours de ces dernières années.

Analyses de société

III. Solidité bilantaire

(nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

1. Ratio courant : 18,59

Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.

Les actifs courants d'Emerson sont plus de 18 fois supérieurs en montant, que ses passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc amplement suffisante.

2. Trésorerie nette par action : 1,43 euros

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif de l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à long terme ou à court terme.

La trésorerie nette représente plus ou moins le cours de bourse. C'est évidemment excellent et permet aux actionnaires de disposer d'une marge de sécurité conséquente.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 0,04

Nous comparons le free cash-flow moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

Ce ratio nous indique que moins de 2 semaines de free cash-flow sont nécessaires à la société pour rembourser l'intégralité de ses dettes à long terme. Cela nous semble évidemment très confortable.

4. Ratio de solvabilité : 315,31 %

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan, duquel nous avons amputé les liquidités et placements de trésorerie.

Le ratio de solvabilité d'Emerson nous semble excellent : il signifie que rien qu'avec le cash disponible à la banque, la société pourrait rembourser plus de 3 fois l'entièreté de son passif.

Analyses de société

Conclusions :

Emerson présente un bilan très solide qui lui permet de « tenir » en période de faible conjoncture, mais nous aimerions que la société mette à disposition des actionnaires une partie de la trésorerie excédentaire qui nous semble, pour l'heure, totalement inutilisée. Il y eu bien la distribution d'un dividende exceptionnel de 0,70 USD début octobre, mais nous aurions aimé voir cette distribution couplée à un rachat massif d'actions propres.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	0,05
n-2	0,22
n-3	0,39
n-4	0,59
n-5	0,42
n-6	-0,18
n-7	-0,33
n-8	0,13

Très clairement, le bénéfice d'Emerson est erratique (ce qui explique sans doute en bonne partie sa sous-évaluation) et nous semble fortement lié au moral du consommateur américain. A noter malgré tout que le résultat du dernier exercice a été impacté par des éléments exceptionnels comme la réduction de valeur sur une marque commerciale mentionnée plus haut, mais aussi un litige juridique. Ces deux éléments, en principe non récurrents, ont amputé le bénéfice d'Emerson de +/- 0,20 USD par action.

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	2,87
n-2	4,73
n-3	5,79
n-4	7,13
n-5	7,63
n-6	7,39
n-7	8,23
n-8	10,48

La réduction du chiffre d'affaires est symptomatique d'un certain ralentissement dans les volumes mais aussi de la mutation de la société, d'une société de vente de marchandises à une société de mise à disposition de licences commerciales.

Analyses de société

3. Free cash-flow par action

n-1	0,06
n-2	0,27
n-3	0,41
n-4	0,72
n-5	0,24
n-6	-0,23
n-7	-0,21
n-8	0,25

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

L'évolution erratique du free cash flow est plus ou moins en phase avec celle du bénéfice. A noter malgré tout que le free cash flow est généralement plus élevé que le bénéfice (ce qui constitue un élément positif puisque le cash généré réellement par les activités est supérieur au bénéfice comptable affiché).

Le free cash flow s'est élevé en moyenne, ces 8 dernières années, à 0,19 USD, ce qui donne un rendement moyen des cash flow de 14 % par an sur le cours actuel, tout-à-fait satisfaisant.

4. Dividende par action

n-1	0,00
n-2	0,00
n-3	0,00
n-4	1,10
n-5	0,00
n-6	0,00
n-7	0,00
n-8	0,00

Comme nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/03/2014, nous ne tenons pas compte du dernier dividende de 0,70 USD distribué fin 2014 ... mais nous ne pouvons que constater que la distribution est rare, comparée au cash disponible.

Analyses de société

5. Marge d'exploitation

n-1	4,24%
n-2	7,26%
n-3	3,56%
n-4	5,99%
n-5	6,65%
n-6	-2,19%
n-7	-3,28%
n-8	2,53%

Ce ratio se calcule en divisant le résultat d'exploitation par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.

Le taux de marge d'exploitation est assez irrégulier, montrant par-là la cyclicité des activités. Avec la mutation de la société vers les ventes de licence, nous aurions malgré tout aimé le voir augmenter dans le temps.

Conclusions :

L'observation des chiffres comptables semblent nous démontrer que Emerson est une « cyclique » mais rien ne permet d'envisager une croissance importante des profits dans les années qui viennent.

V. Rentabilité

(nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité)

1. ROE

n-1	1,75%
n-2	8,11%
n-3	15,66%
n-4	27,40%
n-5	27,37%
n-6	-8,06%
n-7	-13,96%
n-8	4,68%

Le Return On Equity compare le bénéfice net au fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

En moyenne, sur 8 ans, le rendement des fonds propres de Emerson a été de 7,87 %, ce qui nous semble relativement moyen (mais il faut tenir compte qu'une bonne partie de ces fonds propres, immobilisée sous forme de cash et non investie dans l'outil de production, ne rapporte rien).

Analyses de société

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	NSP
n-2	NSP
n-3	NSP
n-4	0,66
n-5	NSP
n-6	NSP
n-7	NSP
n-8	NSP

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

Vu le caractère irrégulier du dividende, l'observation de ce ratio ne nous est d'aucune utilité. Tout au plus, constatons-nous que le montant de 0,70 USD distribué en 2014 correspond au free cash flow des trois années séparant le précédent dividende exceptionnel de 1,10 USD et la mise en paiement de celui-ci. La direction ne puise donc pas dans ses actifs pour payer les dividendes.

Conclusions :

Emerson est une société qui semble, à première vue, présenter une rentabilité acceptable, sans plus. Néanmoins, nous relevons qu'une bonne part des capitaux de la société est inutilisée et immobilisée sur des comptes en banque. Et les rares dividendes distribués ne le sont pas dans le but de diminuer cette abondante trésorerie, mais uniquement de ristourner aux actionnaires les free cash flow générés par l'activité.

VI. Valorisation

(nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. PER 2014 : 27,19 (PER moyen des 8 dernières années : 4,54)
2. Rendement dividende : 0 %
3. Price to book 2014 : 0,48 (price to book moyen des 8 dernières années : 0,31)
4. Price Net cash ratio : 0,90 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'Equipe des Daubasses. C'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité, et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles, mais absolument pas des perspectives : notre juste prix pour Emerson s'établit à 3,71 USD.

Analyses de société

VII. Conclusions

Comme nous l'avons relevé plus haut, nous avons le sentiment, avec Emerson, de détenir un bon rapport rendement potentiel/risques.

Certes, l'inconnue sur l'avenir de la holding de contrôle et la forte dépendance de la société vis-à-vis du consommateur américain, de Target et de Walmart, font peser des hypothèques assez fortes sur la société. Mais, en contrepartie, nous disposons d'un collatéral assez solide sous forme de cash disponible.

De plus, les chiffres analysés semblent démontrer que la direction pilote intelligemment le changement de structure du chiffre d'affaires, maîtrisant les frais généraux durant la décroissance, mais aussi en ne se lançant pas dans une politique d'investissement aventureuse que sa trésorerie plantureuse pourrait rendre tentante.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

Actifs qui ne sont pas destinés à être conservés, qui doivent « tourner » dans l'entreprise. Il s'agit essentiellement des stocks, des liquidités sur les comptes en banque et des créances commerciales.

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

Actifs destinés à être conservés « longtemps », c'est-à-dire plusieurs années. Il s'agit des immeubles, des installations, de brevets, de licences, de goodwill, de participations à long terme dans d'autres sociétés, de créances à plus d'un an....

Approche Bottom up :

Philosophie de sélection de titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique... comme nous quoi...

Capitaux permanents :

Passifs mis à la disposition de l'entreprise pendant plus d'un an comme les fonds propres, des provisions à long terme (par exemple pour obligation de pension pour le personnel) et les dettes exigibles à plus d'un an.

Collatéral :

C'est la garantie offerte à l'actionnaire par les actifs de la société au cas où « les choses tournent mal ».

Délai moyen de paiement des clients :

Des créances payées de plus en plus tard sont, par la force des choses, de plus en plus difficilement réalisables. Pour calculer le délai moyen de paiement des clients, nous divisons le montant des créances commerciales par le chiffre d'affaires et multiplions par 365.

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

Pour nous, l'intérêt de le calculer, c'est qu'il nous permet de vérifier que la société analysée ne consomme pas, en période de basse conjoncture, trop de cash. en dehors de ses investissements de maintien qu'elle peut éventuellement repousser d'un an ou deux en attendant des jours meilleurs. Cet Excé-

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

dent Brut d'Exploitation se calcule en ajoutant au résultat d'exploitation, les charges non décaissées c'est-à-dire n'ayant pas donné lieu à une « sortie d'argent ». Comme son nom l'indique,, on calcule en ajoutant au résultat opérationnel les amortissements et les réductions de valeur sur actif.

Fonds de roulement :

Permet de vérifier que l'entreprise analysée finance bien ses actifs à long terme au moyen de ressources à long terme. Pour le calculer, on soustrait la valeur des actifs immobilisés de la valeur des capitaux permanents. Si le fonds de roulement est négatif, cela signifie que l'entreprise finance ses actifs à long terme au moyen de ressources à court terme, ce qui est un signal d'une société plutôt imprudente quant à sa gestion de financière.

Franchise :

Avantage compétitif durable détenu par une entreprise. Selon nous, difficile à déterminer et encore plus à valoriser.

Goodwill :

Ecart entre le prix payé par une société pour en acquérir une autre et la valeur des fonds propres de la société acquise. En résumé... du vent.

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

Cette valeur s'obtient en fonction d'une formule de calcul standard élaborée par l'Equipe des Daubasses. Il s'agit de sociétés à haute rentabilité mais dont la rentabilité n'a, précisément, pas encore été reconnue par le marché.

Ratio de solvabilité « maison » :

Il permet de vérifier qu'en cas d'arrêt de ses activités, la société pourra bel et bien faire face à ses engagements par la vente de ses actifs. Nous le calculons ainsi : fonds propres consolidés / (total du passif – liquidités et placement de trésorerie). De manière générale, nous exigeons un minimum de 40 % pour investir dans une société. Un ratio de solvabilité supérieur à 100 indique que le cash détenu par la société est suffisant pour lui permettre de rembourser immédiatement l'ensemble de ses dettes.

Rotation des stocks :

Un stock qui « tourne » de moins en moins vite se vend de moins en moins bien et qu'un stock qui se vend de moins en moins bien perd de sa valeur. Pour calculer la rotation des stocks, nous divisons le montant des stocks de l'exercice par la rubrique « coût des ventes » et multiplions par 365. Nous obtenons ainsi le nombre de jour moyen pendant lequel une marchandise ou une matière première reste dans le stock.

Triple net :

Société cotant sous la valeur de ses liquidités amputées de l'ensemble des dettes.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

Valeur d'Actif Net Net augmentée de la valeur des immeubles valorisés à leur coût d'acquisition amputé d'une marge de sécurité de 20 %

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

Cette valeur s'obtient en soustrayant des actifs courants l'ensemble des dettes de la société.

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

Société décoté d'au moins 30 % par rapport à sa Valeur d'Actif Net Tangible et qui génère, en moyenne, sur les 5 derniers exercices, un rendement sur les capitaux investis d'au moins 7 %

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

Valeur des actifs « que l'on peut toucher », autrement dit les fonds propres part du groupe amputés des actifs intangibles (immobilisations incorporelles et goodwill).

Valeur de Création d'une Entreprise Equivalente (VCEE) :

Somme que devrait déboursier un concurrent pour créer une entreprise équivalente à l'entreprise cible. A notre avis, c'est le prix maximum que l'on pourrait obtenir pour la grosse majorité des entreprises cotées.

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

Valeur actualisée des excédents de trésorerie générés par la société dans le cadre de son exploitation augmenté de ses actifs financiers et diminué de ses dettes financières.

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

Valeur de l'actif amputé de l'ensemble des dettes du bilan et hors bilan dans l'hypothèse d'une liquidation volontaire de la société, c'est-à-dire dans l'hypothèse que les liquidateurs disposent de suffisamment de temps pour réaliser au mieux les actifs de la compagnie en question.



Avertissements!

Cette lettre vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas des conseils en investissement.

Nous nous réservons le droit de prendre des positions à la hausse ou à la baisse sur les positions traitées ici que ce soit directement ou au travers de sociétés que nous gérons. Néanmoins, nous précisons que nous ne « jouons » pas contre nos lecteurs et que la publication des articles de cette lettre n'est en rien guidée par nos décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Soyez bien conscients du fait que les performances du passé 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

© Tout droits réservés