

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 9</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 11</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 12</a>
Analyse de la société Global Sources Ltd. ....	<a href="#">page 26</a>
Analyse de la société Gendis Inc. ....	<a href="#">page 35</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 40</a>

# Edito



**A**vril 2015... Un scénario d'avenir sans *bagger* !

Un investisseur qui ne doute jamais de rien, ni de lui même, ni de sa méthode, ni de sa capacité à appréhender le futur ne sera jamais capable de progresser. Quelle que soit sa performance passée, nous pensons que le questionnement doit être permanent, la lucidité omniprésente, la capacité d'adaptation en alerte continue et les résultats analysés sans la moindre concession. Car évidemment, l'investissement ce n'est pas tout-à-fait comme dans la vie, cher(e) abonné(e), où au blanc et au noir s'ajoute parfois du gris. Non, en investissement, vous êtes bon ou mauvais, vous êtes un gagnant ou un perdant, mais il n'y a jamais de demie mesure, de zone d'ombre ou de flou. Vous êtes à droite ou à gauche de la ligne, vous êtes KO ou bien debout sur le ring.

Et nous ne parvenons pas à oublier la phrase de Bill Gross disant que c'est l'époque qui fait l'investisseur et pas l'inverse. Au contraire, nous ne cessons de la méditer.

Qu'est-ce qu'un « *bagger* » ? C'est un terme spécifique au base-ball détourné par Peter Lynch, pour désigner une société dont le cours a au minimum doublé. Comme vous le savez, cher(e) abonné(e), produire des *baggers* est une des principales forces de notre *process*. Un *bagger* qui multiplie son cours par trois, peut par exemple annuler à lui seul 3 sociétés qui font faillites. Les *baggers* sont donc les principaux vecteurs de l'asymétrie de notre *process*, combiné à notre diversification. On pourrait résumer cela de cette manière : face, je perd peu ou encore 3.33% (notre position maximum rapportée au total du portefeuille), pile je gagne beaucoup. Notre champion reste la société Netlist qui en 180 jours a vu son cours multiplié par 14.94, soit 1394% de rendement. Ce *bagger* aurait donc pu supporter à lui seul 14 sociétés en faillite.

# Edito

Dans ce marché euphorique haussier et tronqué par l'injection de liquidités des banques centrales, nous nous sommes posé une question très simple : quel serait l'avantage statistique de notre *process*, s'il ne produisait plus aucun bagger ? C'est évidemment ce que l'on pourrait appeler un « stress test » extrême dont la probabilité de réalisation est très faible, voire surréaliste. Mais nous l'avons trouvé suffisamment intéressant pour échafauder ce scénario. Comme nous avons vendu jusqu'à présent 103 sociétés et noté des éléments tel que notre prix de revient total, notre prix de vente frais inclus (en euros), le rendement, le nombre de jours de réalisation de ce rendement, nous avons donc une base suffisante pour connaître l'avantage statistique de notre *process* s'il n'avait généré aucun bagger depuis le 24 novembre 2008. Avant de vous révéler le résultat de ce scénario sans bagger, voici la situation de notre avantage statistique après 6 ans et 4 mois.

Nous avons donc effectué 103 ventes.

Notre *process* a donc généré 41 baggers dont le gain moyen est 3075.94€. Ces baggers comptent donc pour 39.80% des ventes. Le nombre de jours moyen entre l'achat et la vente des ces 41 baggers a été de 478 jours.

Notre *process* a également généré 31 sociétés « non baggers », où le rendement a donc été inférieur à 100% et dont le gain moyen est de 1279.42€. Ces non-baggers représentent 30.10% des ventes. Et le nombre de jours moyens entre l'achat et la vente a été de 688 jours

La catégorie gagnante (baggers et non baggers) soit 72 sociétés, ont généré un gain moyen de 2302.44€ et représente donc 69.90% des ventes réalisées.

Nous comptons aussi 31 pertes, qui ont généré une perte moyenne de 822.30€, ce qui représente 30.10%.

Dans ces pertes, on compte 1 faillite où notre investissement est allé à 0€. Ce qui représente 0.97% des sociétés vendues. Si nous considérons que les pertes supérieures à 80% étaient assimilées à des faillites, nous compterions alors 4 sociétés, ce qui représenterait 3.88% des ventes réalisées.

En novembre 2008, nous avons imaginé que nous pourrions subir au moins 30% de faillites et nous comptons sur 20% de baggers. Nous voyons donc aujourd'hui que nous avons tout faux, puisque nous avons le double de baggers et pas même 1 dixième de faillite. Pour chaque euro investi, nous avons donc gagné 6.50€. Le calcul que nous produisons et que nous vous présentons chaque mois dans un tableau est le suivant:  $((72 / 103) * 2302.44€) / ((31/103) * 822.30€)$  que nous synthétisons de cette manière :

# Edito

Nombre de sociétés vendues	103
Gain Moyen	2 302,44 €
Perte Moyenne	822,30 €
Sociétés en Gain	72
Sociétés en Perte	31
1 euro investi a rapporté	6,50 €

Notre avantage statistique est donc énorme et comme nous l'expliquions, en grande partie grâce à nos baggers. Mais nous remarquons par exemple qu'il faut en moyenne 200 jours supplémentaires, aux non-baggers, pour réaliser leur actif et donc être vendus, par rapport aux baggers. Nous jugeons donc ces non-baggers comme des investissements moyens. Voyons donc quel aurait été notre avantage statistique si notre *process* n'avait pas généré le moindre bagger depuis 2008.

Nous aurions donc vendu 62 sociétés.

31 sociétés auraient été gagnantes et auraient généré un gain moyen de 1279.42€. Elles auraient donc représenté 50% des ventes.

31 sociétés auraient été perdantes et auraient généré une perte moyenne de 822.30€. Elle auraient donc représenté également 50% des ventes.

En appliquant donc notre *process* dans un scénario ou celui-ci n'aurait produit que des gains moyens au cours de ces 6 ans et 4 mois, chaque euro investi aurait rapporté 1.56€. Soit pour chaque euro investi, 56% de rendement. Le calcul étant le même que précédemment, soit  $((31 / 62) * 1279.42€) / ((31/62) * 822.30€)$ . Nous pouvons synthétiser ce scénario de cette manière :

Nombre de sociétés vendues	62
Gain Moyen	1 279,42 €
Perte Moyenne	822,30 €
Sociétés en Gain	31
Sociétés en Perte	31
1 euro investi a rapporté	1,56 €

# Edito

Dans ce scénario que nous qualifierons du pire, puisque amputé du principal vecteur de l'asymétrie de notre *process* (nos baggers) et avec seulement des investissements moyens, nous voyons que nous serions également sortis gagnants et même en ayant raison seulement 1 fois sur 2. Ce qui, nous l'avouons, est extrêmement rassurant pour le futur, où il nous semble toujours important d'envisager le pire avant toute autre chose.

Il est important de comprendre la différence entre la performance totale, la performance annuelle et l'avantage statistique d'un *process*. La performance annuelle reste une performance virtuelle qui est non réalisée car jusqu'à la vente de toutes les sociétés, beaucoup de chose peuvent se passer en négatif comme en positif. L'avantage statistique, c'est le résultat noir sur blanc de votre *process*, puisque les sociétés ont été achetées et vendues, et que le cycle du *process* est clôturé définitivement. Il n'y a donc pas forcément de corrélation entre la performance annuelle d'un portefeuille et l'avantage statistique du *process*. On peut très bien avoir une performance annuelle négative, tout en gardant le même avantage statistique important....Et ce n'est pas parce que la performance est positive que cela augmente l'avantage statistique. Par contre, plus le temps d'existence de votre portefeuille est important, plus la performance totale est corrélée à l'avantage statistique de votre *process*.

Ce mois de mars se clôture pour notre portefeuille sur une performance de 1.90%, alors que notre benchmark, le MSCI World, a généré une performance de 2.86%. Une grande partie de la performance de notre portefeuille a été réalisée avec les sociétés suivantes : Excacompta, Jemtec, Panaria, Sunlik Health System, Peels Hotel et Ceramiche Richetti.

## Mouvements mensuels

Le 11 mars nous avons vendu notre holding de Hong Kong, Henderson Land, dont le cours avait dépassé sa VL amputée de 20%. La performance de cet investissement peu paraître très moyenne, avec 65.40% de plus value, mais cette plus value réalisée en 453 jours, soit 1 an et 3 mois, nous donne quand même un rendement annualisé de 52.69%, ce qui reste appréciable.

Le 16 mars nous avons renforcé notre holding canadien Sprott Ressource à 0.94CAD, alors que sa VL était de 2.02 CAD, soit un potentiel estimé de 114% sur cette seconde tranche. Nous avons bien entendu abaissé notre prix de revient total avec ce renforcement, le faisant passer de 2.90 CAD à 1.42 CAD. Après notre achat de Civeo le mois passé, Sprott Resources nous est apparue comme une belle opportunité d'augmenter notre position sur le pétrole, combiné aux matières premières, tout en gardant le plus de marge de sécurité possible et, cerise sur le gâteau, de manière diversifiée comme dans tout holding. Tout comme pour Civeo, même si les participations de Sprott sont directes, nous ne nous attendons pas à une explosion du cours du pétrole et des matières premières dès le mois prochain. De la patience sera donc nécessaire, mais le couple potentiel / risque nous a semblé très intéressant.

# Edito

Le 27 mars nous avons acheté notre troisième RAPP , Global Sources Ltd. C'est une société de Hong Kong active dans le service (mettre en relation acheteurs et vendeurs) et qui possède un beau patrimoine immobilier. Au delà de notre *process* RAPP et du potentiel estimé de 150%, nous apprécions ce type de société active en Asie et bien sûr plus particulièrement en Chine, car tous les spécialistes s'accordent sur le point que la croissance asiatique sera une des plus fortes à l'avenir. De plus, l'activité de Global Sources Ltd est en quelques sorte au cœur de cette croissance asiatique présente et future, et contrairement à une activité de production d'un produit, la société dispose d'une grande flexibilité.

## Les top et les flops, focus performance du mois de mars 2015

### Top 3

- 1° Net Net : Sport Halley : +150%
- 2° Net Estate : Exacompta-Clairefontaine : +35%
- 3° Net Net : Jemtec : +30.77%

### Flop 3

- 1° Net Estate : Civeo : - 35.66%
- 2° Diversification Value : Sprott Ressources : -30.37%
- 3° Diversification Value : Argonaut gold : -16.35%

## Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +1.38% de performance moyenne sur les mois de mars . La performance de mars 2015 est donc supérieure à cette moyenne avec +1.90%.

Au niveau achats/ventes sur le mois de mars, nous avons acheté pour 6888€ et vendu pour 4764€. Nous avons donc un solde positif de 2124€. Sur l'année 2015, nos achats se montent à 24 282€, pour des ventes de 18 463€. Le solde est donc positif de 5 619€.

Nos liquidités sont en légère baisse sur le mois et représentent 13.62% du portefeuille au 31 mars 2015.

Voici donc à présent le suivi par catégorie:

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

- 1° Net-Estate : + 18.06% (sur le mois: + 4.86%)
- 2° Net-Net : + 6.99% (sur le mois: -2.45% )
- 3° RAPP : +5.24% (sur le mois: +4.58%)
- 4° Diversification Value : +3.54% (sur le mois: - 5.83%)



# Edito

Nous observons sur le mois de mars que la performance a été générée principalement par la catégorie Net-Estate et accessoirement (du fait de son poids au sein du portefeuille) par la catégorie Rapp. C'est la catégorie Diversification Value qui a le plus souffert, avec le cours de l'or et de l'argent pesant sur nos minières, et le cours du pétrole et matières premières pesant sur Sprott Resources. Sur les trois premiers mois de 2015, ce sont les Net-Estate qui tirent littéralement le portefeuille.

## La rubrique culturelle

Voici nos articles préférés du mois :

Sur la valeur:

[Des amateurs d'art estiment un tableau Ikea à 2,5 millions d'euros](#)

Warren et les sommets:

[The « Buffett » Valuation Indicator](#)

Les mines d'or pourraient-elle devenir obsolètes ?

[Excréments et eaux usées: de véritables mines d'or, selon des chercheurs](#)

Pas sûr avec les besoins d'Apple, même si c'est sans doute à la limite du délire !

[Folles rumeurs autour de l'or de l'Apple Watch](#)

[Apple Watch : de 399... à plus de 11000 euros !](#)

Après la fin des mines d'or, quelques articles sur la fin de l'importance du pétrole. De la haute technologie, où Israéliens, Français, Allemands et Américains sont à l'honneur...

[Invention israélienne + savoir-faire français = révolution dans l'industrie aérienne...](#)

[Le panneau solaire le plus efficient du monde](#)

[Ford passe ses voitures à l'énergie solaire](#)

Et pour la route : interrogés le mois passé par une étude sociologique très sérieuse, les membres de l'Equipe des Daubasses ont répondu à la question 2 par des « ORVAL ..S » avec plein de S au bout...

[Quiz sur le français de Belgique: pour 60.000 francophones, ce sera «une» Orval](#)

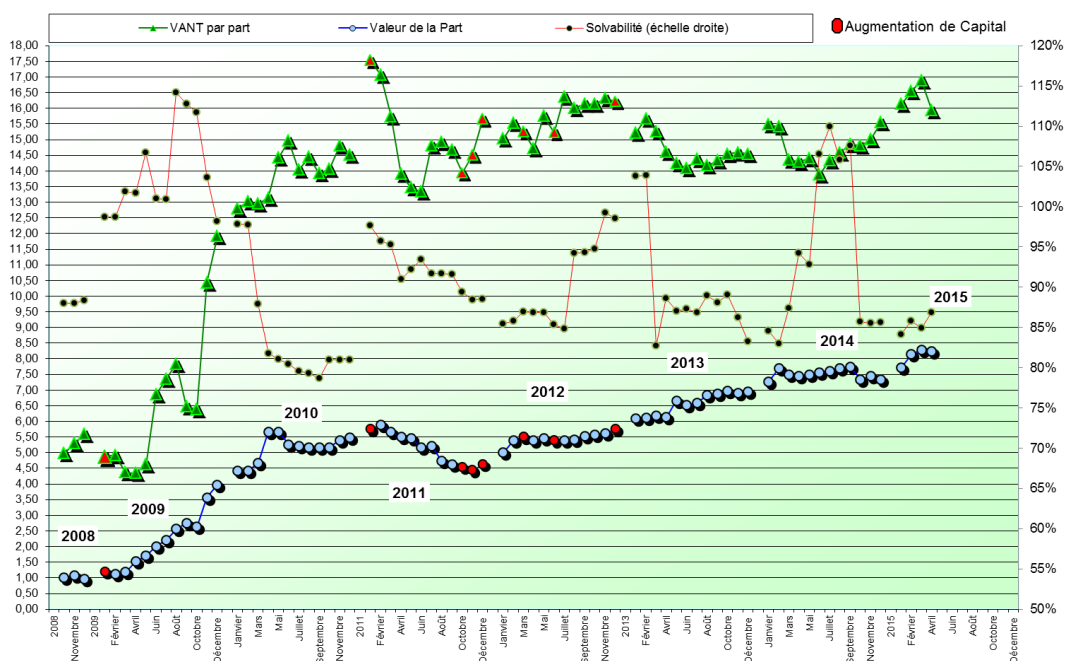
Et maintenant, place à la suite de notre lettre avec l'analyse du Holding Gendis une idée qui nous semble intéressante, et l'analyse de la RAPP Global Sources Ltd. Plus, bien entendu, un paquet de news.



# 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	
3 avril 2015	
Valeur d'une Part	8,24 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,93 €
Potentiel	93,23%
Solvabilité pondérée	86,84%
3,33% Pondération Max	11.977,16 €
Nombre total de positions	57
Répartition des Devises	
Euro	43,10%
Dollar Américain	35,61%
Livre Sterling	9,51%
Dollar Canadien	5,66%
Courone Suédoise	3,27%
Franc Suisse	2,85%
Variation des devises Yield	4,81%
Nombre de société vendue	107
Gain Moyen	2.280,01 €
Perte Moyenne	- 816,70 €
Société en Gain	74
Société en Perte	33
1 Euro investi a rapporté	6,26 €



# 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
0	3	3	49%	Coast Distribution System	94%	3,10%	2	0	2	277%	Avalon	35%	1,36%
0	3	3	47%	Trans World Entertainment	497%	1,22%	3	2	5	244%	Exacompta - Clairefontaine	20%	2,20%
0	3	3	59%	Leeds Group Plc	89%	2,07%	1	3	4	52%	Gevelot	407%	4,39%
3	1	4	217%	Vianini Industria	0%	2,67%	3	2	5	123%	Irce	66%	1,41%
1	0	1	77%	Jemtec	-64%	0,24%	2	1	3	164%	Natuzzi	-21%	1,61%
3	0	3	252%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0,52%	0	3	3	41%	Crown van Gelder	20%	2,36%
2	1	3	104%	MBL Group	7%	0,72%	2	2	4	73%	Peel Hotels	184%	4,24%
3	1	4	373%	Asian Pacific Wire & Cable	-2%	2,44%	0	2	2	8%	Panaria Group	138%	3,44%
3	1	4	188%	Deswell Industries Inc	2%	1,70%	2	2	4	76%	Loeb Holding	34%	1,51%
3	1	4	289%	Vet Affaires	-35%	1,15%	0	2	2	15%	Hammond Manufacturing	144%	1,76%
0	2	2	54%	Velcan Energy	23%	0,52%	3	0	3	157%	Encre Dubuit	-2%	1,74%
3	0	3	428%	Global Tech Advanced Inovation	-16%	0,76%	3	1	4	192%	Dover Downs Gaming	19%	2,09%
0	1	1	50%	Zoom Telephonics	47%	0,18%	3	0	3	180%	I Grandi Viaggi	28%	1,07%
0	1	1	53%	Norcon Plc	49%	1,76%	0	2	2	48%	SunLink Health System	94%	3,48%
0	0	0	0%	Albemarle & Bond	-100%	0,00%	3	0	3	125%	STR Holdings inc	-55%	0,21%
3	1	4	111%	Matica Technologies	12%	2,00%	0	3	3	24%	Skyline Corp	70%	1,57%
3	0	3	235%	Gravity Corp Ltd	-19%	1,48%	3	1	4	199%	Tecumseh Product	-21%	1,47%
2	3	5	47%	Emerson Radio	9%	1,80%	3	1	4	162%	Signaux Girod	-11%	0,80%
							2	2	4	78%	Amrep Corp	52%	2,31%
							3	1	4	213%	Gafisa S.A.	-32%	0,72%
							3	1	4	213%	Civeo corp.	-4%	1,04%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	107%	Eastern European Property	-10%	0,61%	3	3	6	162%	GEA	2%	0,89%
1	0	1	79%	Elephant Capital Plc	-33%	0,09%	3	3	6	141%	Bell AG	20%	1,34%
0	2	2	12%	Luxempart	50%	1,45%	3	3	6	146%	Global Sources Ltd	1%	1,01%
3	2	5	178%	Dundee Precious Metal	-50%	1,50%							
0	3	3	-9%	Investor AB	159%	3,27%							
0	3	3	18%	Sofragi	39%	0,83%							
1	2	3	40%	(ADR ) First Pacific Ltd	7%	1,19%							
1	3	4	29%	(ADR ) Jardine Stratégic Ltd	25%	1,38%							
3	2	5	73%	Silver Standard Ressource	-9%	0,49%							
0	1	1	22%	Argonaut Gold	-60%	0,51%							
3	2	5	78%	Sprott Ressources Corp	-35%	1,14%							
0	2	2	48%	Socfinaf	-10%	0,92%							
2	0	2	91%	Alamos Gold	-25%	0,72%							
2	3	5	66%	Great Eagle Holdings Ltd	21%	1,13%							
1	3	4	44%	Symphony International Holdings	24%	1,15%							

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
1	2	3	72%	Paradise Inc
1	3	4	46%	AKER -A-
3	1	4	135%	Vianaini Lavori

## News de nos sociétés



### **Amrep (USA) Ticker : AXR**

La société nous présente son bilan du troisième trimestre clôturé le 31 janvier. Nous pouvons dire que la situation patrimoniale de la société est en nette amélioration grâce bien entendu à la vente de son segment distribution de journaux et emballages. Ce qui frappe le plus d'emblée, c'est la réduction de son endettement, qui est passée de 107 millions de \$ en 2014 à 63 millions aujourd'hui. Sa VANT est en hausse à 9.21\$. Si l'on exclue la vente, la société signe une perte de 0.07\$ par action.

### **Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO**

La société a publié des résultats 2014 de bonne facture. Compte tenu du contexte, un chiffre d'affaires en hausse de 41 % et une perte par action réduite de 60 % à un niveau de 0,05 CAD par action, cela nous semble tout-à-fait honorable. Néanmoins, la chute des cours de l'or a ramené la juste valeur de notre mine à un modeste 2,36 CAD.

### **Avalon (USA) Ticker : AWX**

Les résultats financiers restent désespérants pour Avalon. L'année 2014 se clôture par une perte de 0,28 usd par action même si, comme chaque année, l'ebitda reste positif (et vu l'importance du patrimoine immobilier, nous pensons que la direction ne détruit pas de valeur au cours des ans... mais elle n'en crée pas non plus ... du moins pour les petits actionnaires).

La VANT se maintient à 10,37 usd et la VANE est même en légère hausse à 6,34 usd.

Si nous commençons à désespérer au sujet de la probité de la direction et son souci d'enrichir aussi les actionnaires minoritaires (une connaissance nous a d'ailleurs soufflé par le passé que le secteur des déchets était contrôlé par la mafia), nous devons aussi souligner l'importance de la marge de sécurité sur le cours actuel par rapport aux actifs tangibles de la société.

### **BFS Multimedia (Canada) Ticker : BFS.V**

Retour à la rentabilité pour BFS au cours du 3e trimestre mais, comme nous commençons à en avoir l'habitude avec cette société, un retour symbolique puisque le bénéfice par action s'élève à 0,01 CAD (c'est d'ailleurs assez significatif de cette société qui génère traditionnellement des résultats proches de 0,

# News de nos sociétés

soit légèrement en perte, soit légèrement en profit ... à se demander si la direction ne « pilote » pas le résultat, une pratique qui ne nous plairait guère ...)

## **Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI**

Rapide rappel historique. En avril 2014, nous avons placé la société sous surveillance, car suite à la publication des résultats 2013, nous calculions notre traditionnel ratio de solvabilité maison et nous constatons qu'il était passé sous notre seuil minimal de 40%. Précisément, à 39%. Puis, de nouveau, à la publication des résultats semestriels nous avons vérifié de nouveau. La solvabilité s'était encore détériorée, puisqu'elle était désormais à 38%.

Les comptes 2014 ayant été publiés fin mars, nous avons mis à jours les données du 31 décembre 2014 et avons fait tourner la moulinette. Résultat, la solvabilité se détériore à nouveau puisqu'elle est de 35%. Sanction directe. Suivant notre *process*, nous avons laissé la chance à notre carreleur italien de redresser la barre pendant tout un exercice. Et nous avons donc décidé de vendre le titre et réalisons au passage un rendement de +84% en un peu plus de 3 ans, comme nous vous l'avons communiqué par email. Une histoire qui finit mal, ... mais pas sans quelques sous supplémentaires dans notre poche.

## **Civeo (USA) Ticker : CVEO**

Le bilan annuel de Civeo clôturé au 31 décembre 2014 nous montre une valeur patrimoniale stable à 9.14\$, son ratio de solvabilité se maintenant à un bon niveau, soit 61%. Elle dispose toujours de 2.47\$ de cash par action pour un cours de 2.56\$. La société signe une perte de 1.77\$ par action, première perte sur 3 ans. Mais voyons ce que le compte de résultats a sous le capot. Tout d'abord, les revenus sont en reculs de 10%. Les coûts, que ce soit des produits, des services ou des coûts fixes, sont à peu de choses près, au niveau de 2013. Nous remarquerons surtout que les amortissements et dépréciations, plus les charges pour impayés, sont de 4.36\$. La société garde donc un EBITDA positif et son Cash-Flow opérationnel ressort à 2.73\$ par action.

Ce bilan nous incite à penser que la société reste très solide pour le moment, avec un bilan très sain et un beau matelas de cash. Bien entendu, personne ne peut dire ce que sera le bilan dans 1 an ou 2... Mais une dernière nouvelle nous semble de nouveau assez positive pour nous permettre de dire que la société aura sans doute la capacité de tenir bon, même si le cours du pétrole se maintenait bas pendant plusieurs années.

En effet, la société pétrolière canadienne Wapasu Creek vient de demander une prolongation de son contrat qui porte sur 500 chambres, ce qui représente pour Civeo un revenu potentiel de 31 million de \$.

Le CEO Bradley J. Dodson, a déclaré ceci : « *Ce contrat a été initialement signé en 2009 et doit expirer à la fin du troisième trimestre de 2015, et nous sommes impatients d'étendre notre relation avec cet important client. Malgré le marché difficile, nous sommes heureux de voir la demande pour nos logements se poursuivre, et nous restons engagés à fournir à nos clients le plus haut niveau de service* ».

# News de nos sociétés

## **Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV**

Le distributeur de pièces de rechange pour camping-car a bien terminé l'année 2014 (les ventes du dernier trimestre sont en hausse de 12 %). Malheureusement, c'est insuffisant pour « rattraper » le retard du 1er semestre qui fut médiocre en raison d'un hiver rude et tardif en Amérique du Nord. Malgré une hausse des ventes de 4 % sur l'année, celle-ci se termine par une nouvelle perte de 0,11 USD par action, en légère diminution par rapport à 2013 (0,14 USD par action). La direction anticipe une année 2015 meilleure que 2014, notamment en raison de la démographie qui fait qu'un nombre important d'américains atteignent l'âge auquel on acquiert un véhicule récréatif, mais aussi grâce à l'amélioration du climat macro-économique. La VANT s'établit à 5,18 USD.

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

Au 27 mars, l'acheteur détenait 85,38% du capital de Crown Van Gelder. La procédure suit son cours et le management informe que le paiement aura lieu le 7 avril pour les actionnaires qui ont apporté leurs titres à l'offre.

## **Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO**

En raison de pertes réfractaires inattendues (!), le groupe minier a avancé de 3 mois l'arrêt technique annuel de la fonderie africaine Tsumeb au 18 mars au lieu du mois de juin, date initialement prévue. Il est rappelé dans le communiqué que cet arrêt n'impacte nullement les prévisions de production de la fonderie, puisque cet arrêt de maintenance était programmé quoi qu'il arrive sur l'exercice 2015.

En termes de valorisation, les indicateurs minéralogiques ont été communiqués. Les réserves prouvées et probables sont en baisse de -6,6% au 31 décembre 2014, comparées au 31 décembre 2013. En tenant compte des coûts d'extraction et des dépenses d'investissement à venir, nous valorisons la valeur de notre minière *low-cost* à 7,91CAD par action. Cet objectif a été calculé pour un cours moyen de l'or à 962 USD l'once (bien en deçà des cours actuels) et sans tenir compte, ni des extractions d'argent, de cuivre et de zinc, ni de la rentabilité de la fonderie africaine, dont nous avons cependant déduit les charges d'investissement à venir.

## **Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Comme annoncé le mois dernier, le fonds coté commence à liquider ses participations. Ce mois-ci, ce sont 1 837 747 actions de Nitco pour un montant de 0,42 M GBP, alors que le coût d'achat était de... 1,32 M GBP (mais la société a perçu tout de même 0,14 M GBP de dividendes). La bonne nouvelle dans tout cela, c'est que la participation était comptabilisée dans les comptes du 31 août pour la somme de 0,35 M GBP. Ainsi, la plus-value réalisée est de 0,07 M GBP. Pas de quoi fouetter un chat, mais c'est toujours plaisant de constater que les valeurs de réalisations sont supérieures aux valeurs comptables. Cette heureuse vente cache peut être d'autres bonnes nouvelles à venir ?

Autre bonne nouvelle. En vertu du programme de rachat en vigueur, le fonds a racheté sur le marché 5 000 000 d'actions à un prix de 20 GBp (pences) pour les annuler immédiatement. Nous ne savons pas très bien comment la société a pu



# News de nos sociétés

réaliser cet exploit, car le titre est illiquide. Et surtout... la quantité est démesurée, puisqu'elle représente 25% du capital (!). En tout cas, une excellente affaire pour les actionnaires restant (dont nous), puisque la NAV au 31 août 2014 ressortait à 35 GBp par action. Soit une création de valeur mécanique puisque la décote lors du rachat était 43%. Nous estimons après cette opération la NAV de Elephant Capital à environ 0,41 GBp. Soit le double du cours actuel.

A noter que par la même occasion, le programme de rachat d'actions pour annulation prend fin, puisqu'il portait sur 25% maximum du capital.

## **Exacompta – Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA**

Endormie au fond de notre portefeuille depuis plusieurs années, la Belle au bois (vosgien) dormant vient de se réveiller... en sursaut ! Le vendredi 27 mars, jour suivant de l'annonce des résultats annuels, la surprise est de taille. Le titre bondit comme un tigre : +20,98% dans des volumes non connus depuis des années. Le petit chaton a sorti ses griffes. Des bénéfices multipliés par 2,67 par rapport à 2013, qui atteignent les 11,4 M EUR. Avec une capitalisation de 91,6 M EUR (pour un cours de 81 EUR l'action), la société est capitalisée 8x ses résultats 2014. Ce sursaut de bonnes nouvelles s'explique par différents éléments conjoncturels :

- une stabilité de la demande, alors que le marché était en baisse depuis 5 ans ;
- une baisse importante du cours de la pâte à papier ;
- un taux d'utilisation des machines plus important.

Sans présager du futur, ces éléments ont de fortes chances de ne pas se répéter. Même si Exacompta Clairefontaine continue à prendre des parts de marché dans un secteur en déclin, le prix de la pâte à papier repart déjà à la hausse et la courbe de la demande a arrêté son redressement.

Pour ce qui est du bilan, nous y reviendrons avec la publication prochaine du rapport annuel.

## **First Pacific (Honk Kong) Ticker : FPAFY**

La holding de Hong-Kong investie aux Philippines et en Indonésie a publié ses comptes consolidés. En devises locales, la croissance se poursuit avec force mais, malheureusement, une fois exprimée en usd, on retombe vite les pieds sur terre : le chiffre d'affaires consolidés est certes en croissance de 14 % mais le résultat net récurrent baisse de 1 %.

Le dividende est porté à 0,027 usd par action (et donc 0,135 usd par certificat ADR) et les rachats d'actions ont porté sur 9 % du capital durant l'année 2014. Nous voyons donc que nous avons affaire à une direction soucieuse de l'intérêt de ses actionnaires. La direction nous confirme aussi que l'achat en joint-venture de Goodman Fielder, une entreprise agro-alimentaire australienne, est enfin finalisé. Et que cet investissement sera relutif dès cette année.

D'une manière générale, les managers de First Pacific sont assez optimistes pour la marche des affaires en 2015 : plusieurs des filiales sont en train d'opérer des virages stratégiques qui vont les amener, en principe, à connaître une belle croissance de leurs activités.



# News de nos sociétés

## Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

Nous avons reporté les résultats de Gafisa le mois dernier. Nous avons désormais le rapport annuel 2014 entre les mains. Les chiffres tiennent compte de la parité de change suivante : 1 USD = 3,22955 BRL. Et nous rappelons qu'une action = 2 ADR.

La VANT est au 31 décembre de 4,41 USD. Soit, pour un ADR qui cote à 1,29 USD, le potentiel est de 242%. Nous gardons bien évidemment le ratio de solvabilité sous surveillance, car chez un promoteur, c'est un élément qui peut devenir fatal. Et bonne nouvelle, il est au-dessus de notre exigence de 40% minimum, en atteignant 51%.

## Global Tech Advanced Innovations (Hong Kong) Ticker : GAI

Le troisième trimestre clôturé au 31 décembre 2014, nous montre une valeur patrimoniale stable à 19.68 \$. Sur les 9 premiers mois de l'année, les ventes sont en progression de 37%, mais le coût des produits est également en hausse de 44%. Les frais fixes sont en hausse de 30%. Au final, la perte est de 1.53\$ au lieu de 2.43\$.

Nous ne voyons quand-même pas les améliorations que laissaient espérer les chiffres de la fin 2014 et début 2015. Le seul trimestre clôturé au 31 décembre n'est d'ailleurs pas très bon, puisque que le chiffres d'affaires est égal au coût des produits. La situation semble donc plutôt mal engagée sur ce point. Et les coûts fixes que nous suivons toujours avec grande attention sont en augmentation de 68%. Et la perte du trimestre est de 0.59\$ au lieu de 0.22\$ un an plus tôt sur le même trimestre.

Voici ce que nous explique le CEO John C.K. Sham :

*« Comme annoncé précédemment, nos efforts sont restés concentrés au cours du troisième trimestre de l'exercice 2015 sur la vente de modules de caméras haute résolution, qui donnent des marges plus élevées. Bien que l'effet net de ces efforts a été une baisse des ventes unitaires de nos prix unitaires moyens, et donc de la rentabilité des ventes, l'amélioration de l'exercice précédent ».*

*« La tendance à la baisse des prix pour cinq des huit modules de caméra méga-pixel s'est poursuivie au troisième trimestre de 2015, avec des prix en baisse d'environ 30% par rapport à il y a un an. La rapidité avec laquelle les prix est en baisse a court-circuité la plupart de nos mesures de réduction des coûts qui n'ont donc pas eu la moindre incidence sur notre résultat d'exploitation ».*

John C.K. Sham conclut : *« Malgré des résultats décevants au troisième trimestre de l'exercice 2015, nous continuons à améliorer nos rendements et de réduire nos coûts d'exploitation globaux. Nous gardons l'espoir que les conditions de marché se stabilisent, nos efforts se traduiront par un retour à une rentabilité durable. Dans l'intervalle, nous continuons à louer l'espace inutilisé dans nos installations pour compenser davantage nos coûts d'exploitations. Nous concentrons nos efforts sur le développement de nouveaux produits et la recherche de nouvelles opportunités commerciales. Nous fournirons des informations supplémentaires concernant les nouvelles occasions d'affaires dès que des projets seront concrétisés ».*

Nous sommes un peu déçus sur la déclaration de réduction des coûts du sieur Sham, qui nous avait habitués à plus de réalisme. Rien ne semble entrepris sur

# News de nos sociétés

les coûts fixes, sur lesquels la société pourrait agir rapidement et directement. Alors que nous comprenons qu'il est difficile de réduire le coût des produits, si l'on dépend du marché. C'est un mauvais point que nous attribuons au CEO, puisque les chiffres le contredisent entièrement et plus encore ce dernier trimestre...

En fin de déclaration, nous comprenons que la société cherche à faire l'une ou l'autre acquisition qui pourrait sans doute offrir une perspective différente. Mais comme vous le savez cher(e) abonné(e), nous sommes toujours circonspect quand on nous parle de la possibilité de claquer son cash qui dans le cas de Global Tech est de 8.61\$ par action, soit +/- 25 millions de \$. C'est peut-être la solution, mais nous aurions aimé que la direction nous présente cette possibilité en dernier recours, après avoir réduit au maximum ses coûts fixes. Or nous voyons à ce stade qu'elle est prête à choisir la facilité sans être passée préalablement par plus de rigueur.

## **Great Eagle Holdings Ltd (Hong Kong) Ticker : GEAHF**

L'année 2014 est un bon cru pour notre holding immobilier-hôtelier asiatique. L'activité comme les bénéfices sont en hausse. Le profit est en hausse, +14% vs. 2013 à 1,6 Md HKD. Ces bons résultats impactent positivement la valeur patrimoniale par action.

La direction communique au 31/12/2014 une valeur d'actifs net (ou NAV) de :

- 10,18 USD par action en valeur de marché, soit une décote de 65% pour un cours de 3,55 USD

- 11,67 USD par action en valeur comptable, soit une décote de 70% pour un cours de 3,55 USD

Au vu des décotes, nous applaudissons la direction qui a voté un programme de rachat d'actions portant sur 10% du capital.

Les projets ne sont pas en reste, puisque le Groupe prévoit d'ouvrir 2 hôtels en 2015 en Chine pour un total de 831 chambres. Pour 2016 et 2017, ce ne sont pas moins de 9 hôtels qui sont dans les tuyaux, représentant près de 2 500 chambres. En ce qui concerne l'immobilier Hongkongais, en 2015 les loyers sont attendus en retrait, notamment sur l'actif phare de la filiale Champions REIT, à savoir Citibank Plaza, dont un gros bailleur est sur le départ.

## **Hammond Manufacturing (Canada) Ticker : HMM-A.TO**

Une daubasse qui génère des profits réguliers, c'est suffisamment rare que pour être souligné. C'est exactement le cas de cette petite industrielle canadienne. Le rapport financier 2014 laisse apparaître un bénéfice par action de 0,32 CAD (le PER actuel est donc très raisonnable, à 9) et la VANT continue à croître en douceur pour s'établir à 3,28 CAD. Nous notons aussi la croissance du chiffre d'affaires de 13 % par rapport à l'année précédente. Relativisons néanmoins ces résultats : une partie d'entre eux a été obtenue grâce à la bonne tenue de l'USD par rapport au CAD (la société réalise environ la moitié de ses ventes aux Etats-Unis).

# News de nos sociétés

## **I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI**

Les résultats trimestriels de l'exploitant de villages de vacances, arrêtés au 31/01, ne nous plaisent qu'à moitié : la perte trimestrielle a été augmentée de 60 % et les ventes se tassent de 10 %. La direction met la contre-performance sur le compte de la crise économique (qui est bien commode pour justifier tout ce qui est possible) mais aussi de la crise « Ebola » (pour ses villages au Kenya). Nous espérons que la société finira par profiter de la faiblesse actuelle de l'euro pour redresser sa rentabilité. La direction espère en tous cas un exercice 2015 qui se terminera à l'équilibre. En attendant, la VANT de I Grandi Viaggi s'est tassée à 1,40 euros.

## **Imation (USA) Ticker : IMN**

Le bilan annuel de la société nous dévoile une valeur patrimoniale en recul à 3.86\$, qui est aussi la valeur net-estate de la société. Le chiffre d'affaire est en recul de 15%. Et le coût des produits est également en recul de 12%. Nous constatons également que les coûts fixes sont en recul de 4% et la R&D d'un niveau égal à celui de 2013. La perte de -2.80\$, comparée à la perte de 1.10\$ en 2013, est en partie aggravée par une charge de dépréciation sur le goodwill des différents segments de Nexsam que la société a rachetés en 2013, pour une valeur de 0.87\$ par action. Il semblerait donc une nouvelle fois qu'une acquisition a été payée au prix fort.

## **Irce (Italie) Ticker : IRC.MI**

L'industriel italien réalise un bel exercice 2014 malgré des tensions sur l'un de ses plus gros marchés : le Brésil. L'activité est en baisse de -2,3% à 350,6 M EUR, mais les résultats se reprennent. L'EBIT, ou résultat opérationnel, est multiplié par près de 3 par rapport à 2013 à 2,4 M EUR, et surtout les bénéfices explosent, en partie du fait d'un coût du cuivre plus faible. Il faut dire que 2013 avait été un exercice particulièrement difficile avec seulement 0,1 M EUR de profit. Donc, avec 3,8 M EUR en 2014, IRCE est une belle Daubasse rentable active dans le « B » du feu marché émergent à la mode il y a quelques années « BRIC ».

Le dividende de 0,03 EUR est maintenu.

Les dettes sont en baisse et cela impacte positivement le bilan. La solvabilité reste très bonne à 57% et la VANE (nous attendons le rapport annuel pour revoir la valeur des terrains et bâtiments) ressort à 3,52 EUR, soit un potentiel de +74% sur cette valeur. Quant à la VANT, elle atteint 4,94 EUR. C'est un potentiel proche de +150% pour un cours actuel de 2 EUR.

Nous restons sereins avec notre position qui présente encore un beau potentiel opérationnel lié à un redressement économique européen et brésilien tout en procurant une excellente protection avec la décote sur les actifs tangibles. Le genre de situation que nous aimons.

## **Jardines Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY**

Notre autre « option » sur l'Asie (avec First Pacific) a publié des comptes préliminaires non audités. La revue des activités nous apprend deux événements importants durant l'année 2014. Nous avons déjà abordé l'achat par le groupe

## News de nos sociétés

d'une participation de 20 % dans la société cotée de distribution automobile chinoise Zhongshen. Mais nous apprenons aussi que Dairy Farms, la filiale cotée active dans la grande distribution en Asie, a acquise 20 % de Yonghui Superstores, un détaillant alimentaire chinois à forte croissance.

Nous avons l'impression que, très intelligemment, la direction a profité du ralentissement chinois pour investir sa trésorerie, ce qui se confirme par l'engagement sur plusieurs projets immobiliers résidentiels et commerciaux dans « l'Empire du Milieu » par Hong Kong Land, le promoteur coté.

Sur le plan consolidé, hors impact de la fluctuation de la juste valeur des immeubles détenus, les ventes sont en légère hausse (2 %) et les bénéfices en légère baisse (- 5 %). Le profit net, fluctuation de la juste valeur des immeubles détenus inclus, est stable. En raison des rachats d'actions propres, le bénéfice par action augmente de 8 % pour s'établir à 3,02 usd par action (et donc à 1,56 usd par certificat ADR). Le dividende est annoncé en légère hausse à 0,27 USD par action.

En décomposant par activité, nous trouvons un bénéfice stable pour le promoteur Hong Kong Land, en légère hausse (+ 4 %) chez le distributeur Dairy Farm (mais cette hausse est presque exclusivement due à une réduction de la charge d'impôt), en légère hausse pour l'exploitant hôtelier Mandarin Oriental (+ 2,9 %), en forte hausse pour les activités non-cotées (essentiellement concessions automobiles) de Jardine Cycle and Carriage (+ 39,5 %), en baisse (en raison de la faiblesse de la roupie indonésienne) pour le conglomérat indonésien Astra (- 13 %) et en hausse pour les activités opérationnelles de Jardine Matheson (+ 21 %).

### **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

Encore une excellente surprise sur cette Daubasse canadienne qui fait partie des plus illiquides qui soient. La société a remporté un superbe contrat avec le gouvernement canadien pour une période de 3 ans, renouvelable deux fois par option pour une période d'une année supplémentaire. L'offre porte sur un montant de 3 M CAD, soit 1 M CAD par an. Ce chiffre en valeur absolue paraît faible. Mais pour Jemtec, c'est énorme, puisque c'est davantage que son niveau d'activité annuel actuel. Nous ne savons pas si ce contrat aura un impact positif immédiat sur les résultats, mais l'espoir est permis. Affaire que nous suivrons de près.

Au niveau du bilan, avec les chiffres semestriels arrêtés au 31 janvier 2015, nous constatons toujours cette décote étonnante sur la trésorerie nette de toutes les dettes qui représente 0,48 CAD par action, pour un cours de 0,34 CAD. Le potentiel sur la VANT à 0,55 CAD représente un potentiel de +63%.

### **Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L**

Le *board* intègre un nouveau membre en la personne de Jörg Hemmers. Un vétéran du textile puisqu'il est dans le business depuis 25 ans. Il a été l'un des premiers en Allemagne à se *sourcer* en Chine. Il a été un directeur des opérations de premier plan pour Leeds Group suite à l'acquisition de sa société en 1999. Grâce à lui, le Groupe a accéléré sa croissance par acquisition (Itex en 2003 et KMT en 2006). Il a par ailleurs créé la filiale chinoise à Shanghaï, ChinohTex, en

# News de nos sociétés

2007 et l'a menée sur la route de la rentabilité. A priori, une personne qui a largement les compétences du métier pour rejoindre le conseil d'administration de notre société textile anglaise.

## **Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW**

Cette société suisse que nous avons achetée sans prétention opérationnelle - puisque notre unique objectif était d'acquérir de l'immobilier au rabais - ne cesse de nous surprendre de la plus belle des façons. Comme Mr Jourdain qui apprenait qu'il faisait de la prose sans le savoir, nous avons acheté une société de croissance sans le faire exprès. L'activité a en effet crû de +2,3% à 102,5 M CHF et les bénéfices explosent de +57,9% et atteignent 8,1 M CHF. Ce qui permet aisément à la société de revoir son dividende à la hausse à 4,90 CHF vs. 4,40 CHF pour le précédent exercice.

Du fait de ces bons résultats, la valeur patrimoniale du Groupe augmente également et la VANT (notre objectif de vente) s'améliore de 10 CHF en 6 mois et atteint les 344 CHF. Le ratio de solvabilité est toujours excellent à un niveau de 88%.

## **MBL Group (UK) Ticker : MUBL**

Nous apprenons que le CEO est contraint de suspendre ses activités pour raisons médicales et ce, pour une période indéterminée. C'est la CFO, Lisa Clarck, qui assume ses fonctions en son absence.

## **Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ**

Notre fabricant de salons annonce avoir lancé la dernière étape portant sur la restructuration du groupe en Italie avec la conclusion d'un nouvel accord avec les organisations syndicales. Cette dernière étape va permettre d'accroître la productivité du personnel, étape indispensable pour un retour à la rentabilité. Il est également prévu que chaque usine se spécialise par type de produit. Cette dernière étape amènera l'effectif italien du groupe de 2 334 à 1 800 travailleurs.

Ceci dit, il serait temps que ces mesures commencent à porter leurs fruits car nous sommes un peu déçus des résultats 2014 : la perte nette a certes diminué (0,90 euros/action en 2014 vs 1,25 euros/action en 2013) mais les ventes ont à peine progressé (+ 2,7 %) et l'Ebtida s'est même dégradé.

## **Northamber (UK) Ticker : NAR.L**

Les nouvelles du distributeur britannique sont plutôt bonnes. L'activité sur les 6 mois du 31 juin au 31 décembre 2014 a augmenté de +18,1%, à 35,7 M GBP vs. S1 2013. Ce qui a permis de réduire la perte avant impôt qui est divisée par 2 à 0,3 M GBP. Mais comme nous le mentionnions dans notre analyse, la lecture du compte de résultat fausse la valeur économique de la société, puisque Northamber est propriétaire de son entrepôt de stockage et qu'elle amortit la valeur de cet immeuble. La VANE ressort ainsi à 69,54 GBp et la VANT à 71,04 GBp. Des niveaux bien supérieurs au dernier cours de 39,00 GBp mais pas (encore ?) assez décoté pour que nous nous penchions davantage sur ce cas. A

# News de nos sociétés

noter enfin, que la solvabilité est encore excellente à 72%. En effet, la société n'a aucune dette financière.

## **O2 Micro International Ltd (Iles Caïmans) Ticker : OIIM**

Le bilan annuel de notre techno taiwanaise présente une valeur patrimoniale en léger recul, à 3.94\$. Nous notons une belle position de cash de 2.30\$ par action, pour un cours de 2.50\$. Au bilan, les ventes sont en recul de 14%. Le coût des produits est en recul de 16%. Les coûts fixes sont en recul de 20%. On note aussi un léger tassement de la R&D, en recul également de 9%. La perte annuelle est de 0.55\$, au lieu de 0.67\$ un an plus tôt. Voici ce que déclare le CEO de la société, Sterling Du :

*« L'exercice 2014 reflète une demande en perte de vitesse, couplée à la faiblesse du marché de l'ordinateur portable. Nous avons pris les mesures nécessaires pour concentrer nos ressources sur les marchés de croissance et nous sommes très confiants sur nos nouvelles cibles : le marché des smartphones et des tablettes, qui devrait venir renforcer nos produits multiples en fortes croissance sur le LED, le rétro éclairage et les batteries. Nous espérons donc un retour à la rentabilité dans un avenir très proche. ».*

Nous espérons que ces mots se traduiront dans les prochains chiffres.

## **Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI**

En 3 mois, la VANT s'est tassée de 10 centimes pour s'établir à 2,57 EUR au 31 décembre 2014 (vs. 2,67 EUR au 30 septembre 2014). Dès lors, nous sommes en alerte pour passer notre ordre de *stop loss* pour tenter de grappiller un petit quelque chose supplémentaire.

Hormis cet élément, la solvabilité passe de justesse notre seuil de 40% puisqu'elle s'établit à 43%.

Au niveau opérationnel, comme nous n'avons cessé de le constater durant tout l'exercice 2014, le recentrage sur le marché haut de gamme, ainsi que l'orientation géographique hors Union Européenne, portent leur fruit. L'activité a crû de +6,5% sur l'exercice pour atteindre 290,7 M EUR. Le résultat opérationnel redevient positif à 1,9 M EUR. Malheureusement, même si le montant de la dette a été fortement réduit, en tenant compte de la charge financière, le résultat vire au rouge. 2015 s'annonce d'ores et déjà comme l'exercice du retour aux bénéfices, car Panaria devrait, entre autre, bénéficier d'un de ses principaux marchés : les Etats-Unis, ainsi que de la parité de change USD - EUR favorable.

Même si la messe n'est pas dite, nous avons l'impression d'avoir bien rempli notre mission italienne. Puisque Panaria est à deux doigts de sortir du portefeuille après un joli parcours (près de +150% de gain). Vous rappelez-vous ? Nous avons eu une frénésie acheteuse début 2012. Une boulimie d'achat sur le marché italien qui dura une semaine pendant laquelle nous avons acheté Panari, Ricchetti et Benetton. Alors que Benetton a été vendu 2 mois après avec un gain de plus de 50% et que nous venons de céder notre ligne de Ricchetti avec un gain de +84%, il semblerait que l'heure soit venue de tourner notre page Western Spaghetti. Une péripétie romaine, si elle devait s'achever prochainement, qui nous aura apporté son lot de satisfactions. *Arriverderci...*



# News de nos sociétés

## **Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA**

Sur le premier trimestre (30/09 au 31/12), l'activité est en baisse de -14,1% vs le T1 de l'exercice précédent. C'est surtout la signalisation en France (-16,8%) qui sont les reflets des réductions des budgets des collectivités locales. L'activité internationale est attendue en redressement sur le reste de l'année.

## **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

Au 31 Janvier 2015, la société offrait une répartition d'actif suivante :

48.77% d'actions

22.53% d'obligations

28.70% de liquidités ou placements court terme

Au 28 février 2015, la société offrait une répartition d'actif suivante :

50.21% d'actions

24.25% d'obligations

25.54% de liquidité ou placement court terme

Nous allons dorénavant reprendre la répartition du mois précédent, pour mieux suivre l'évolution de la répartition. Et nous observons donc sur le mois de février une diminution des liquidités de 3.16%, au profit des actions et des obligations.

## **Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO**

La holding énergétique a vu ses comptes annuels forcément impactés par la chute des prix du pétrole. La direction de la société pense que la correction est exagérée mais aussi que la reprise sera très progressive. Les moyens de Sprott Resources sont concentrés pour assurer la conservation du capital et soutenir les filiales afin de leur permettre de passer la crise dans de bonnes conditions. Le 16 mars, nous avons profité de la faiblesse du cours pour nous renforcer. A toutes fins utiles, nous retranscrivons ci-dessous le mail que nous vous avons adressé à cette date.

*Nous vous annonçons que nous venons de renforcer notre ligne dans Sprott Resources (SCP.TO).*

*La chute des prix du pétrole s'est vraiment ressentie sur la NAV de cette holding, active dans le pétrole, le gaz, le coke et l'agriculture ... mais plus encore sur le cours de son action.*

*Ainsi nous venons d'acquérir 4 700 actions de la société au cours de 0,94 CAD, à comparer avec une valeur intrinsèque de 2,01 CAD.*

*Voici le détail de notre dernière évaluation du groupe en fonction des cours de bourse de ce jour.*

*Divers actifs 0,19*

*Divers passifs -0,14*

**ENERGIE:**

*Long Run Exploration 0,17*

*Independance Contract Drilling 0,30*

*One Earth Oil and Gas (non coté) 0,17*

*In Play Oil (non coté) 0,25*

**AGRICULTURE:**

*Stonegate Agricom 0,02*



# News de nos sociétés

*Potash Ridge Corporation 0,02*

*One Earth Farms (non coté) 0,32*

*Union Agriculture (non coté) 0,40*

*COKE:*

*Corsa Coil 0,34*

*La principale participation, Long Run, a considérablement souffert de la baisse du pétrole avec un cours divisé par 7 en un an, ce qui fait qu'aujourd'hui, les principaux actifs de Sprott Resources, ce sont les participations agricoles non cotées.*

*De notre point de vue, Sprott nous semble constituer un excellent deal sur le prix du pétrole. Si celui-ci baisse encore, la part de ce segment est devenue suffisamment faible pour que son impact sur la valeur de la holding soit relativement contenu. Par contre, nous avons l'impression d'avoir un gros levier à la hausse en cas de reprise des prix de l'or noir.*

*Pour plus d'information sur cette société, vous pouvez relire l'article que nous lui avons consacré dans notre lettre de décembre 2013.*

## **STR Holding (USA) Ticker : STRI**

Après la prise de participation de la société chinoise, le bilan annuel nous montre une valeur patrimoniale en hausse à 3.19\$ par action. La valeur Net-estate s'établit à 2.15\$ et la valeur net-net à 1.41\$. Au niveau du compte de résultats, les ventes sont en hausse de 23%, mais le coût des produits est également en hausse de 30%. Le résultat final est une perte de 2.08\$ au lieu de 1.32\$ un an plus tôt.

## **Symphony International (Iles Vierges) Ticker : SIHL.L**

Le rapport financier de la holding nous apprend que la position dans le conglomérat hôtelier Minor International, qui constitue la position la plus lourde du portefeuille, a été légèrement allégé durant le dernier trimestre 2014. Sur cette opération, la direction affirme avoir obtenu un prix 4,8 fois supérieur au coût d'acquisition des actions vendues. Outre le dividende ordinaire de 0,0156 usd, la direction propose aussi le paiement d'un dividende extraordinaire de 0,0313 usd, ce qui représente un rendement brut de 5,7 % au cours actuel de Symphony.

## **Taitron (USA) Ticker : TAIT**

Rien de neuf dans le bilan annuel de nos amis de Taitron, valeur patrimoniale en baisse à 2.85\$. Et perte sur l'exercice, de 0.21\$ au lieu de 0.17\$ l'année passée.

## **Tecumseh (USA) Ticker : TECU**

Bilan annuel 2014: la VANT de la société perd quelques plumes à 8.08\$. La valeur net-estate ressort à 4.91\$. Au compte de résultats, nous observons des ventes en recul de 12% et le coût de produits également en recul lui aussi de 12%. La marge brute est toutefois en légère progression, à 9.75% versus 9.48% en 2013. La société est parvenue à réduire ses coûts fixes de 12% également. Nous avons, au final, une perte de 1.77\$ au lieu de 2.03\$ un an plus tôt.

## News de nos sociétés

*« Bien que notre performance 2014 a été plombée par la faiblesse des ventes et le manque deancements de nouveaux produits, des progrès importants ont été réalisés dans la seconde moitié de l'année », a déclaré Harold Karp, CEO de la société.*

*« Compte tenu de ces récents progrès, nous croyons qu'en 2015 nous serons en mesure de corriger le cap actuel par l'introduction de nouveaux produits, de l'innovation, et la réduction des coûts, malgré les défis, la marge bénéficiaire brute s'est améliorée pour la deuxième année consécutive. »*

Nous attendrons que tout cela se concrétise pour avoir un avis.

### **Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI**

L'activité a augmenté de +73% en 2014 vs 2013 et atteint 11,5 M EUR. Et pourtant, le résultat opérationnel est toujours négatif pour 1,4 M EUR... ! Mais comme vous la savez cher(e) abonné(e), ce n'est pas vraiment l'activité en tant que telle qui nous attire sur cette société. Nous axons notre radar sur l'immobilier et le portefeuille de titres. En voici l'inventaire, par action :

+ cash = 0,98  
 + stocks = 0,06  
 + créance (avec décote 30 %) = 0,26  
 + immobilier valeur acquisition (décote 20 %) = 0,55  
 + Parted (décote 20 %) = 0,51  
 + Cementir (cours de bourse) = 0,48  
 + Generali (cours de bourse) = 0,88  
 - passif = -0,33  
 TOTAL = 3,39

Et tout cela, pour la modique somme de 1,27 EUR.

Nous terminerons sur une note moins joyeuse, en rappelant que l'entreprise est empêtrée dans une histoire « louche » d'enfouissement de déchets illégaux. Le risques financier - au-delà du risque de réputation - est estimé à 20 M EUR, soit +/- 0,66 EUR par action. Nous ne tenons pas compte des managements dans notre approche patrimoniale. Néanmoins, si un nouveau doute apparaît sur l'intégrité du management, nous n'hésiterons pas à sortir directement le carton rouge.

### **Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI**

La société annonce un chiffre d'affaires en légère hausse, un bénéfice net doublé mais un Ebtida divisé par 2. Ce phénomène étrange est dû à d'importantes pertes dans les filiales mises en équivalence en 2013 qui avaient fortement amputé le résultat net (notamment les résultats de la participation cotée Cementir).

Pour l'année 2014 par contre, ce sont les activités pleinement contrôlées par le groupe qui ont été mises sous pression en raison, selon la direction, d'un « décalage » dans la réalisation de certains chantiers. Nous surveillons aussi le carnet de commandes qui reste confortable (6 ans de chiffres d'affaires) mais qui se tasse fortement par rapport à ce à quoi la société nous a habitués. Comme d'habitude, nous attendons le rapport financier complet pour mettre à jour notre « calculatrice » de la « juste valeur ».

## News de nos sociétés

### **Viel (France) Ticker : VIL.PA**

La société a présenté son chiffre d'affaires consolidé pour l'année 2014. Il est en baisse de Les comptes consolidés présentés par le petit conglomérat actif dans les services financiers laissent apparaître une belle croissance de la rentabilité : résultat d'exploitation en hausse de 37 % et un bénéfice net multiplié par 3 ! La direction est assez optimiste sur le maintien d'un tel niveau pour l'année 2015. Le bénéfice consolidé s'établit à 0,30 euros par actions (le PER actuel est donc raisonnablement de 9) et la « juste valeur » calculée en fonction des cours de bourse des participations cotées est, selon nos calculs, de 4,82 CHF. 2,4 % malgré la bonne tenue du courtage en ligne (Bourse Direct).



# Analyses de société

## Global Sources Ltd.

(Nasdaq, Ticker: GSOL / ISIN : BMG393001018)

### I. Introduction



Global Sources est une société de médias qui fournit des services d'informations et de marketing intégrés, à ses clients. Elle met en relation des acheteurs et des vendeurs : les premiers peuvent trouver des fournisseurs et se tenir au courant des conditions de marché et les seconds peuvent obtenir de nouveaux clients.

La société travaille au travers des réseaux en ligne mais aussi des magazines imprimés et numériques, des enquêtes et l'organisation de foires commerciales.

Près d'un millions de clients internationaux utilisent ses services parmi lesquels 95 des 100 plus grands détaillants au monde. Grâce à Global Sources, ils peuvent obtenir des informations précieuses qui leur permettent de s'approvisionner hors de leur marché domestique.

Etablie à Hong Kong, Global Sources réalise la majeure partie de son chiffre d'affaires en Chine continentale où elle a construit un réseau d'une trentaine de bureaux représentation.

Ce n'est pas tout : la société acquiert certains immeubles dans lesquels elle installe ses bureaux. Mais ces immeubles sont volontairement surdimensionnés, ce qui permet à Global Sources d'en affecter une partie à des fins de location à des tiers. L'entreprise se constitue ainsi, en Chine, à Hong Kong et à Singapour, un patrimoine immobilier de première qualité. Ces investissements camouflent d'ailleurs une partie de la vraie rentabilité de Global Sources.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/12/2014 même si, à cette heure, nous ne détenons pas encore le rapport financier complet et donc, certaines données de 2014, notamment celles concernant le free cash flow, ont été calculées au moyen d'évaluations approximatives. Nous préciserons les chiffres lorsque le rapport financier complet sera accessible.

# Analyses de société

## 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	33.482
n-2	36.068
n-3	35.742
n-4	35.385
n-5	41.694
n-6	45.794
n-7	52.230
n-8	45.163

*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 diminue régulièrement dans le temps... en tout cas depuis l'année 2009, année pendant de laquelle le cours de l'action s'est rapproché de la valeur de ses fonds propres. Une manière très intéressante selon nous pour ristourner une partie du cash aux actionnaires.

La société effectue régulièrement (à peu près tous les 5 ans) une offre sur une partie de ses actions pour les racheter et les annuler. Ainsi, elle a racheté ses dernières années pour 200 M USD de ses propres actions pour les annuler. La dernière opération a eu lieu en 2014, pour un montant de 50 M USD portant sur 5 000 000 actions. Soit un prix de rachat à 10 USD l'action.

### 2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	28%
n-2	26%
n-3	20%
n-4	18%
n-5	17%
n-6	26%
n-7	24%
n-8	25%

*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.*

Après un creux en 2010, nous observons que le poids des frais généraux a plutôt tendance à augmenter. Nous n'avons aucune idée des raisons qui pourraient expliquer ce phénomène.

# Analyses de société

## 3. Rotation des stocks

n-1	0,32
n-2	0,55
n-3	0,76
n-4	0,43
n-5	0,93
n-6	1,38
n-7	2,66
n-8	2,54

*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.*

Ce poste représente un montant vraiment symbolique chez Global Sources pour en tirer des conclusions... même si nous ne pouvons constater que la marchandise reste de moins en moins longtemps en stock (moins d'un jour en moyenne).

## 4. Création de valeur sur 7 années : 40,5 % ou 4,98 % 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 rentabilité de 4,98 % par an créée pour les actionnaires nous semble relativement faible, même si les terribles années 2008 et 2009 sont incluses dans le calcul. Néanmoins, comme nous le verrons plus bas, une bonne partie de la création de valeur de Global Sources n'apparaît pas directement dans les comptes.

**Conclusions** : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est gérée correctement en bon père de famille depuis quelques années et que les actionnaires minoritaires ne sont pas oubliés.

## 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)

# Analyses de société

## 1. Ratio courant : 1,07

*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 de Global Sources sont un peu plus élevés que les passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc suffisante mais il s'agit tout de même du « minimum syndical ».

## 2. Trésorerie nette par action : 2,82 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 un peu moins de 50 % du cours de bourse. Ceci nous semble constituer une jolie marge de sécurité supplémentaire par rapport au prix auquel nous pouvons payer la société.

## 3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 0,44

*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 6 mois 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 : 78,2 %

*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 de Global Sources nous semble excellent, surtout si on considère qu'elle a beaucoup investi en immobilier.

**Conclusions :** Global Sources présente un bilan très solide qui lui permet de « tenir » en période de faible conjoncture.



# Analyses de société

## IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

### 1. Bénéfice par action

n-1	0,55
n-2	0,91
n-3	0,90
n-4	0,83
n-5	0,61
n-6	0,35
n-7	0,51
n-8	0,53

Le bénéfice évolue de façon relativement stable dans le temps.

### 2. Chiffre d'affaires par action

n-1	5,68
n-2	5,31
n-3	6,32
n-4	6,23
n-5	4,60
n-6	3,72
n-7	3,84
n-8	3,93

Le volume des ventes a tendance à augmenter dans le temps, même si nous constatons un léger tassement ces deux dernières années (conséquence du ralentissement économique en Chine ?).

### 3. Free cash-flow par action

n-1	-0,23
n-2	1,36
n-3	0,92
n-4	-0,57
n-5	0,78
n-6	0,47
n-7	-0,37
n-8	0,62

*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 per-*

# Analyses de société

*met de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.*

La valeur des free cash flow est assez erratique au fil des années mais cela s'explique surtout par le fait que la société effectue ponctuellement des investissements immobiliers. L'argent n'est donc pas tout-à-fait « perdu ».

## 4. Dividende par action

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

Comme nous l'avons vu plus haut, le retour aux actionnaires s'effectue, pour l'heure, au travers de rachats d'actions propres, ce qu'en tant que contribuables belges, nous ne pouvons qu'applaudir.

## 5. Marge d'exploitation

n-1	6,43%
n-2	7,62%
n-3	12,91%
n-4	12,34%
n-5	10,76%
n-6	7,05%
n-7	10,48%
n-8	10,34%

*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 en diminution régulière, ce qui semble démontrer que, malgré l'effet « réseau » et « masse », la société ne détient pas un avantage compétitif particulier.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent nous démontrer que Global Sources est une « vache à lait » mais pas vraiment une société de croissance même si, d'une manière ou d'une autre, il est probable qu'elle profitera de la croissance en Asie... le jour où celle-ci sera de retour.

# Analyses de société

## V. Rentabilité

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

### 1. ROE

n-1	10,68%
n-2	16,05%
n-3	19,41%
n-4	22,73%
n-5	26,78%
n-6	9,87%
n-7	18,62%
n-8	14,57%

*Le Return On Equity compare le bénéfice net aux 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 Global Sources a été de 17,34 %, ce qui nous semble tout-à-fait respectable.

### 2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	NSP
n-2	NSP
n-3	NSP
n-4	NSP
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.*

La société ne distribuant pas de dividende, ce ratio n'est forcément pas d'application ... ce qui nous permet de renverser la théorie habituelle : le jour où Global Sources paiera un dividende à ses actionnaires, son cours devrait « bien » se comporter.

**Conclusions** : Global Sources est une société qui semble, à première vue, présenter une rentabilité très convenable, surtout si on tient compte qu'une partie de ses capitaux sont affectés à des immeubles qui, en raison même de leur nature, ne dégagent pas une rentabilité « visible » importante.

# Analyses de société

## **VI. Valorisation**

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

1. PER 2014 : 10,25 (PER moyen des 8 dernières années : 13,9)
2. Rendement dividende : 0 %
3. Price to book 2014 : 1,09 (price to book moyen des 8 dernières années : 2,37)
4. Price Net cash ratio : 1,99 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe 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 Global Sources s'établit à 14,24 USD.

## **VII. Conclusions**

Au cours actuel de 5,65 euros, nous avons la possibilité d'acquérir des actions Global Sources avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 148 %.

Avec cette société, nous avons là une société active dans une des zones géographique les plus dynamiques du monde et détenant, de surcroît, un collatéral sous forme d'immobilier et de cash assez conséquent.

Mais il y a aussi une possibilité de « cerise sur le gâteau » avec l'immobilier.

Celui-ci est, comme nous l'avons signalé ci-dessus, situé en Chine Continentale, à Hong Kong et à Singapour. La majorité des bâtiments ont été érigés sur des terrains détenus sous forme de baux emphytéotiques. Ce qui signifie que, au bout du bail (souvent d'une durée de 50 ans), le terrain (et l'immeuble qui est dessus) revient gracieusement à l'Etat. Voilà une mauvaise nouvelle puisque l'amortissement de ces immeubles reflète bien, pour une fois, une véritable perte de valeur de ces biens (vu qu'à l'échéance des baux, ils vaudront bel et bien 0 !).

Néanmoins, et c'est là que se situe la « cerise », cet immobilier est largement sous-évalué dans les comptes de la société. Une analyse indépendante l'évaluait, fin 2013, à 295,7 M USD, soit 156,4 M USD au-dessus de sa valeur aux comptes ou... une plus-value cachée de 4,67 USD par action... pratiquement le cours de bourse. A noter que cette évaluation tient parfaitement compte de la durée de détention limitée des immeubles.

Si on cumule « juste valeur des immeubles » et « trésorerie nette », nous obte-

# Analyses de société

nous déjà une valorisation de 11,58 USD, presque le double du cours actuel... pour une société qui dégage une rentabilité intéressante : si on prend le free cash moyen des 8 dernières années et y ajoutons les montants qui ont été investis en immobilier, nous obtenons une génération de cash moyenne qui s'établit à 0,76 USD par action. Ramené au cours actuel, cela représente 13 % annualisé.



# Analyses de société

## Gendis Inc.

(Toronto, Ticker: GDS.TO / Code ISIN : CA3686841063)

### I. Introduction

#### **GENDIS INC.**

Gendis est une société holding canadienne qui nous rappelle étrangement Sprott Resources dans le sens où elle est essentiellement investie sur des sociétés actives dans le secteur des énergies avec une diversification vers le secteur agricole. Ceci dit, néanmoins, une différence de taille : en dehors de ces sociétés opérationnelles, le groupe est aussi investi dans des immeubles de placement.

A sa création en 1934, l'entreprise vendait des confiseries mais, petit-à-petit, elle est devenue une société d'investissement. Le fondateur de la dynastie a d'ailleurs publié [un ouvrage](#) relatant l'histoire de Gendis.

La famille est toujours le principal actionnaire aujourd'hui.

Voici le détail des actifs détenus.

### II. Le segment immobilier

Ce segment se compose de 6 immeubles situés au Canada.

La « pièce maîtresse » est un immeuble industriel, loué à 3 locataires différents. Évalué à sa « juste valeur » par un évaluateur indépendant, cet immeuble représente 1,80 CAD par action.

A noter qu'un des occupants a quitté les lieux et tente de sous-louer l'espace qu'il occupait.

Son bail vient à échéance en juin 2016. Les loyers qu'il paie représentent presque 25 % des revenus locatifs globaux de la société. Le plus gros locataire représente 44 % des revenus locatifs et son bail vient à échéance en décembre 2018.

Gendis est également propriétaire de 5 immeubles contenant 13 locaux commerciaux. Ces 5 immeubles représentent 0,63 CAD par action.

Nous remarquons qu'aucun des baux conclus n'a une durée restante supérieure à 5 ans. Autrement dit, la visibilité sur les revenus futurs est relativement réduite et ce d'autant plus dans un environnement immobilier canadien que d'aucun estiment surévalué.

# Analyses de société

Enfin, nous constatons que le rendement locatif net, après déduction des charges directes portant sur les immeubles loués, s'élève à 6,8 % par rapport à la juste valeur de ces mêmes immeubles. Nous ne connaissons pas les rentabilités habituellement en vigueur au Canada pour ce type de bien, mais ça nous semble en ligne avec ce que nous connaissons pour des immeubles de ce type en Europe. Ceci nous laisse penser que la valorisation des immeubles dans les comptes de la société est correcte.

## III. Le segment pétrolier



Ici le poids lourd, c'est la société Veresen. C'est également une société canadienne mais elle déploie ses activités aussi aux Etats-Unis.

Elle gère deux pipe-lines : l'un, appelé « Alliance », transporte du gaz naturel depuis l'Alberta canadien vers le Midwest américain. L'autre transporte, à travers l'Alberta, de l'éthane, un gaz utilisé pour la production d'éthylène mais aussi comme combustible.

Veresen entend déployer une stratégie de croissance le long du pipe-line « Alliance » en acquérant ou en déployant des projets liés au gaz. Ainsi, elle détient une participation importante dans « Aux Sable », une compagnie située près de Chicago. Aux Sable détient les droits exclusifs d'extraire et de transformer le LNG transporté par Alliance. Dans le cadre de cette stratégie, Veresen détient aussi le complexe Hyte/Steepprock dans l'Alberta et en Colombie Britannique. Ces complexes traitent des gaz naturels fournis par un tiers (la société Encana, une vieille connaissance sur laquelle nous avons déjà émis des options dans le passé).

En outre, Veresen est investie dans une série d'entreprises actives dans le secteur des énergies, tant au Canada qu'aux USA : des centrales électriques au gaz, des projets de centrales hydro-électriques ou des parcs éoliens.

Veresen est peu endettée compte tenu de son secteur d'activité (ratio de solvabilité de 54 %). Néanmoins, le nombre de projets en-cours qui ne sont pas encore pleinement opérationnels grève sa rentabilité (ROI de 2 %).

Au cours actuel de 16,68 CAD, Veresen représente 2,55 CAD dans la valeur d'une action Gendis.



Deuxième participation en taille de Gendis, Osum Oilsands est une société non cotée qui, comme son nom l'indique, exploite des sables bitumeux. La plupart des projets ne sont pas encore arrivés au stade de l'exploitation commerciale. Gendis évalue sa participation dans Osum Oilsands à 0,79 CAD par action.



# Analyses de société



Autre participation non cotée, Oak Point Energy est une « juniore » également active dans les sables bitumeux. Elle a pour particularité de détenir une technologie particulière qui, selon la direction, permettrait de réduire à la fois les coûts d'exploitation et l'impact environnemental de l'exploitation des sables bitumeux. Gendis évalue sa participation dans Oak Point Energy à 0,08 CAD par action.



San Angelo Oil n'est pas cotée. Il s'agit d'une société d'exploration pétrolière active au Texas et qui représente 0,02 CAD par action.



Enfin, nous ne la mentionnons que pour mémoire tant son poids dans la valeur de Gendis est faible, nous relevons une participation dans Alter NRG, une société qui installe une technologie destinée à traiter les déchets produits par les industries liées aux énergies. Elle vend ses équipements un peu partout dans le monde.

## IV. Le segment agricole

Ce segment est plus marginal que les deux autres.



Nous y trouvons une participation dans Input Capital. Cette entreprise cotée fournit des capitaux aux agriculteurs en échange d'une part de leurs récoltes de colza pendant une durée pouvant osciller entre 5 et 10 saisons. Au cours actuel de 3,30 CAD, Input Capital représente 0,26 CAD par action Gendis.



Vive Crop Protection développe et commercialise des formules permettant d'améliorer et de réduire l'impact environnemental des produits phytosanitaires. Elle n'est pas cotée et est évaluée à 0,04 CAD par action.



Gendis est également investie dans MBAC Fertilizer, une société canadienne active exclusivement au Brésil et qui cherche à se développer dans les secteurs de la phosphate et de la potasse. Avec l'effondrement de son cours, la valeur de cette participation est, pour l'heure, tout-à-fait symbolique (largement inférieure à 0,01 CAD) et nous ne la mentionnons ici que pour mémoire.

# Analyses de société

## V. Conclusions

En fonction de ce qui précède, nous établissons la juste valeur de Gendis à :

### Secteur Immobilier :

Industriel : 1,80 CAD

Commercial : 0,63 CAD

Soit un total de 2,43 CAD par action

### Secteur énergétique :

Veresen : 2,55 CAD

Osum Oil Sands : 0,79 CAD

Oak Point Energy : 0,08 CAD

San Angelo Oil : 0,02 CAD

Soit un total de 3,44 CAD par action

### Secteur agricole :

Input Capital : 0,26 CAD

Vive Crop Protection : 0,04 CAD

Soit un total de 0,30 CAD par action

Si nous tenons compte du cash disponible et que nous déduisons les dettes (0,52 CAD), nous obtenons pour Gendis une valorisation totale de 5,65 CAD.

Au cours actuel de 3,60 CAD , **la décote s'établit donc à 36 %.**

En réalité, nous voyons deux incertitudes avec Gendis. Tout d'abord, le fait qu'une bonne part de ses investissements en actions ne soit pas « mûre », c'est -à-dire que beaucoup sont encore « en pépinière » et ne génèrent pas encore de cash-flow (si on fait abstraction de la partie « pipeline » de Verisen). Il reste donc une hypothèque quant à la capacité de ces sociétés à générer des liquidités dans le futur.

L'autre point d'interrogation concerne les capacités de gestionnaires des dirigeants : les activités d'investissement sont relativement récentes (les activités opérationnelles de distribution n'ont été cédées qu'en 2004) et, aujourd'hui, nous n'avons pas de conviction quant à la capacité de ses dirigeants de mener à bien des opérations d'investissement.

Néanmoins, face à ces éléments, nous constatons que les actionnaires sont traités équitablement : la société a racheté près de 20 % de ses propres actions ces dernières années et le rendement du dividende est, pour l'heure, de 3 % brut.

Et puis, vous l'aurez compris, ami(e) lecteur(trice), avec Gendis, nous voyons un deal indexé sur les prix des énergies fossiles avec des risques relativement ré-

## Analyses de société

duits, tant en raison de la diversification qui nous est offerte que des activités même de la principale participation, Veresen : les volumes traités par les pipelines sont peu impactés par les prix des énergies. Seul un effondrement total des prix du gaz naturel pourrait faire perdre toute rentabilité aux gisements approvisionnant les gazoducs et donc aboutir à la fermeture de ceux-ci ... mais cette hypothèse nous semble quand même « tirée par les cheveux ».



## 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 décotée 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**