

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 11</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 13</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 14</a>
Analyse de la société Sears Hometown and Outlet Stores, Inc. ....	<a href="#">page 23</a>
Analyse de la société Thalassa Holdings Ltd .....	<a href="#">page 28</a>
Analyse de la société FutureFuel Corp. ....	<a href="#">page 34</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 42</a>

# Edito



**M**ai 2015... Les 11 mouvements mensuels de notre portefeuille revisités !

Le 2 avril, après la mise à jour du rapport annuel de la société italienne **Ceramichè Richetti**, active dans la production de carrelage bon marché, nous constatons que la solvabilité s'est encore dégradée. Elle était passée avec le rapport annuel 2013 de 40% à 38%, et avait été mise sous surveillance pour un an. Avec le rapport annuel 2014, la solvabilité est passée à 35%, ce qui selon notre *process* nous oblige à vendre, ce que nous faisons sans état d'âme. Et pourtant ce « sans états d'âme », cache malgré tout une certaine difficulté psychologique d'appliquer le *process*. La société italienne avait été achetée le 9 janvier 2012 pour 0.16 € l'action. C'était le moment où il se disait que l'Italie était prête à faire défaut. Le 2 avril, nous la revendons donc à 0.30€, malgré la VANT de 1.42€ qui offre encore un potentiel de 373%. Et c'est là que se situe tout la difficulté : nous sommes en gain de plus de 80% et il reste pas mal de potentiel, seul la solvabilité fait problème. A ce moment là, nous nous rappelons surtout du même problème de solvabilité que nous avons eu sur Plastivaloire qui en un trimestre, après plus d'un an sous surveillance, a vu sa solvabilité rebondir et repasser au-dessus de 40%, après que nous ayons vendu pour appliquer notre *process*. On voit très vite avec notre mémoire sélective qu'il est premièrement très difficile de ne pas considéré la vente de Plastivaloire comme une erreur, même si nous avons simplement appliqué notre *process* et ensuite, que l'on ne se souvient par exemple pas trop sur le moment des cas où notre *process* nous a fait vendre parce que la solvabilité ne correspondait plus à notre critère et nous a permis d'éviter de grosses pertes (l'exemple d'Alco Store qui, plusieurs mois avant sa faillite, n'avait plus une solvabilité suffisante et que nous avons vendu). Revenons quelques instants sur le critère de solvabilité, qui est le pilier

# Edito

de notre *process* et qui dans les pires moments, comme en 2008 quand la panique était généralisée, vous fait mieux comprendre les avantages d'une société peu endettée. Le levier de la dette est toujours à double tranchant quand tout va bien et que les taux sont bas, pas le moindre problème. Mais quand les taux remontent et que la situation économique de la société se dégrade, c'est l'accélération négative. Nous pensons donc qu'une marge de sécurité sur les actifs tangibles n'est pas un critère suffisant si l'endettement de la société est élevé. De toute évidence, un endettement faible renforce la marge de sécurité. Tout ceci ne veut pas dire que nous ne verrons pas le cours de Ceramiche Richetti à 3€ dans 3 ans. Mais ce 2 avril à 11h34, lorsque nous avons vendu la société sur la bourse de Milan, elle ne correspondait plus à notre critère de solvabilité et nous avons donc appliqué notre *process* sans « faiblir ». Et nous en sommes satisfaits.

Toujours ce 2 avril, nous avons réalisé ce que nous pourrions appeler un dépoussiérage de printemps. Nous avons, en septembre 2012, organisé sur notre blog une discussion ouverte avec nos lecteurs et abonné(e)s intitulée : [Peut-on garder une daubasse à vie ?](#) Et nous avons exposé [ici](#), ce que nous appliquerions à l'avenir, qui peut se résumer de cette manière : après 5 ans en portefeuille, nous examinons la société. Si nous trouvons une société au potentiel plus important nous vendons, sinon, nous gardons. Nous devons avouer que nous avons dû légèrement modifier cette règle au moment de nos trois décisions de vente, car en 2012, il existait encore des sociétés avec de beaux potentiels, ce qui est moins vrai en avril 2015. Ensuite, malgré toutes les réflexions conjuguées, nous n'avons pas pensé qu'une société qui serait en perte de 95% depuis notre achat, pourrait garder un potentiel très élevé style 5527% (cas de Bodisen Biotech). Et où il était tout bonnement impossible de trouver une autre société avec un potentiel supérieur. Nous avons donc modifié de cette manière : après 5 ans en portefeuille, nous examinons la société. Si nous trouvons une société au potentiel plus important que le potentiel moyen pondéré du portefeuille, nous vendons, sinon, nous gardons.

Il faut avouer que c'est l'une de nos règles les moins contraignantes et la plus laissée à nos appréciations. Nous en avons déjà parlé voici un an, sur ces mêmes sociétés, mais nous n'étions pas parvenu à un consensus suffisant pour vendre. Entendez que les arguments développés pour la vente n'avaient pas fait l'unanimité, ni la majorité. Cette fois ce ne fut pas le cas. Voici donc nos arguments de ventes sur **Taitron** : après 25 rapports analysés par nos soins sur une période de 6 ans s'étalant de novembre 2008 à mars 2015, dont une grande partie a été retranscrite dans nos news sur la société, nous en sommes venu à penser que la direction n'avait pas la moindre envie de créer de la valeur pour l'actionnaire, voire à minima de voir leur société cotée au niveau de leurs fonds propres. Nous pensons que les membres de cette direction étaient satisfaits de leur salaire sans plus. Nous pouvons dire aussi que s'ils n'ont pas créé de valeur, il n'en ont pas détruit outre mesure. Nous pensions donc avec un haut degré de probabilité, que la situation ne changerait pas. Nous avons acheté cette société le 26 novembre 2008 à 1.22\$ au début du portefeuille et revendue le 2 avril à 0.97

# Edito

\$. Le change € / \$ jouant en notre faveur ( € / \$ à 1.2690\$ a l'achat), nous sommes sortis de cette société avec un petit gain de +2.12% en euros et net de frais. Pour **Sport Halley**, c'est plus simple. Depuis son délistement sur le Pink Sheet, l'information financière n'était plus diffusée. Mais vu la position de 480€, puisque la société faisait aussi partie des 30 premiers achats en novembre 2008, nous nous sommes dit que nous n'avions plus grand chose à perdre à -60%, ni à gagner en la vendant. Nous avons eu ensuite une lueur d'espoir quand cette Daubasse a racheté une autre Daubasse que nous avions eu en portefeuille, Chromcraft Revington, avec laquelle nous avions aussi perdu 0.89%, puisque le prix de Sport Halley était radin. Nous nous sommes dit que Sport Halley l'ayant achetée à un très bon prix, elle pourrait en faire quelque chose. Et bien non, le miracle ne s'est pas produit. Nous avons donc décidé de vendre et d'acter une perte de 85% ou 412€. **Bodisen Biotech** était notre dernière chinoise continentale en portefeuille et vient clôturer cette douloureuse aventure dans la chinoiserie continentale avec une perte de 75%. Dans ce cas également, nous avons raisonné en nous disant que nous n'avions plus à perdre grand chose, en espérant regagner quelques euros. Mais là aussi l'information financière avait fait défaut depuis plusieurs années et nous n'attachions même plus grande importance à sa véracité.

Avec Sport Halley et Bodisen, nous pensons que notre immobilisme n'avait pas le moindre sens et si les pertes en jeu ne sont pas conséquentes, nous avons agi comme de véritables singes paresseux d'Amérique Centrale. Avec Taitron, nous estimons au contraire que nous avons fait preuve de patience raisonnée devant un problème que nous avons détecté depuis plusieurs années. Nous voulions accumuler les preuves indéniables que cette direction était en hibernation chronique et sans doute définitive.

Le 8 avril, nous acceptons d'apporter nos actions à l'OPA de Andlinger sur notre papetier néerlandais **Crown Van Gelder**, pour 5.50€ l'action. Comme souvent dans ce genre de situation, l'offre n'est pas terrible, mais nous n'avions pas d'autre choix. Nous avons acheté Crown Van Gelder le 12 octobre 2011 à 4.09€. En janvier 2015, alors que le prix de l'OPA est déjà connu, nous remarquons que le cours reste englué autour de 5.30€. Nous décidons donc de gratter quelques pourcents supplémentaires, pour un risque extrêmement limité et nous renforçons donc à 5.25€. Au final, nous signons un gain de 20.37% en 3 ans et quelques, ce qui est loin de nous satisfaire! Même si toute opération qui se termine de manière positive est toujours une bonne chose.

Encore le 8 avril, nous renforçons notre promoteur immobilier brésilien **Gafisa**, après avoir analysé un rapport annuel jugé encourageant. Rappelez-vous l'engouement que suscitait le Brésil voici encore 3 ans, il faisait partie de ce que nos spécialistes appelaient les BRIC, pour Brésil-Russie-Inde-Chine, qui seraient les principales locomotives de la croissance mondiale future. Aujourd'hui, il ne reste de ce quatuor qui faisait rêver, que l'Inde... d'après nos spécialistes bien sûr. Il n'en fallait pas plus pour que nous trouvions le moment opportun pour ramasser de la décote au Brésil. Comme toujours sur le moment, ce genre

# Edito

d'opération n'est pas sans risque dans un pays que l'on connaît mal et dont certaines nouvelles politiques ne sont pas encourageantes. Mais comment faire de bonnes affaires sans qu'il y ait des problèmes sur pas mal de points ?

Le 9 avril, nous achetons notre quatrième RAPP **FutureFuel**, dont vous allez pouvoir relire l'analyse tranquillement dans cette lettre. Au-delà de l'analyse détaillée et des chiffres, nous aimons particulièrement la dichotomie que présente d'une part son nom et une partie de son activité liée aux biocarburants, et le véritable moteur de cette société : la chimie à la carte. Avouons aujourd'hui qu'avec un prix du pétrole bas, et des technologies peu avancées, le bio carburant est quelque peu *has been*, presque passé de mode et quand le nom de la société évoque un carburant du futur, avouons que cela ne donne pas très envie d'y investir si l'on survole l'ensemble de manière superficielle. Par contre, si l'on se penche sur le segment chimie à la carte pour des grands groupes comme Procter&Gamble, le paysage se transforme du tout au tout, car la société offre des produits sur mesure à des multinationales et possède sans aucun doute des avantages concurrentiels sur cette activité de niche. Ce n'est bien évidemment pas notre priorité, mais cela explique quand-même, et du moins en partie, sa rentabilité élevée sur ses capitaux propres. Il se peut bien sûr et quasi certainement, que son segment biocarburants pèse négativement sur son bilan à court terme. Mais nous pensons qu'à moyen terme, FutureFuel changera peut-être de nom et créera de la valeur pour l'actionnaire. Cette RAPP illustre bien ce que nous recherchons avec cette catégorie basée sur la rentabilité à petit prix : de la valeur cachée par quelques problèmes à court terme, et une solidité intrinsèque de l'activité.

Le 15 avril, notre banque Keytrade efface du compte-titre de notre club, notre erreur la plus récente et la plus sonnante et trébuchante en euros, **Albemarle & Bond Holding Plc** qui a fait faillite. Depuis sa suspension de cotation, qui remonte à plusieurs mois, et au vu des maigres informations que nous avons eu après l'arrêt de cotation, nous avons déjà repris la valeur de la société pour 0€ dans notre portefeuille et donc en 2014. Nous avons comme toujours tenté de comprendre notre erreur et nous ne parvenons pas cette fois à la cerner réellement, car il s'agit plutôt d'un aveuglement collectif de 4 investisseurs dotés d'une certaine expérience, assez incompréhensible. Nous avons pensé à un certain moment que nous nous étions laissés emporter par le stock de la société composé de bijoux et donc d'or, que nous jugions nettement plus solide que des vêtements ou du carrelage. Mais quand nous relisons notre analyse de la lettre 33 de janvier 2014, nous formulons clairement l'idée dans la Valeur de Mise en Liquidation Volontaire que ce stock ne pourra pas être réalisé au cours de l'or du moment. Voici donc ce que nous écrivions : « *Les stocks, qui constituent le second poste de l'actif courant, sont essentiellement composés de bijoux soit qui proviennent de créances non honorées (pour 68 % du total) soit qui ont été achetés en vue de revente. Le niveau des cours de l'or est, aujourd'hui, plus ou moins au même niveau que ce qu'il était à la clôture de l'exercice. Néanmoins, vu les circonstances dans lesquelles se trouve la société, on peut penser qu'elle ne pourra pas écouler ses inventaires à un prix satisfaisant. Pour cette*

# Edito

*raison et malgré le fait que la joaillerie ne soit pas vraiment un secteur dans lequel l'obsolescence est « galopante », nous décidons de prendre une marge de sécurité de 40 % sur la valeur reprise aux livres. Nous amputons donc cette ligne du bilan de 15 GBp. ».*

Donc pas le moindre aveuglement sur les actifs composés d'or, puisque nous prenons une marge de sécurité de 40%, alors qu'en général selon la composition du stock, produit de base, produit semi-fini et fini, nous prenons une marge de sécurité comprise entre 20% et 25%.

Et nous arrivons à la conclusion qu'en cas de Mise en Liquidation Volontaire, cette valeur serait négative : « *En tenant compte de tous ces éléments, nous obtenons, dans le scénario d'une mise en liquidation volontaire, une valeur négative pour Albemarle, de 8,2 GBp* ».

C'est cette conclusion qui nous interpelle le plus. Nous écrivons clairement qu'en cas de mise en liquidation volontaire, aucun actionnaire ne retrouvera le moindre Pence. Et pourtant, nous allons renforcer la société à 2 reprises et atteindre notre pourcentage maximum par position soit 3.33%. Nous nous rappelons aussi comme parfois que l'un ou l'autre d'entre nous étaient un peu moins enthousiaste, tout en donnant aussi son accord, mais aucun d'entre nous n'a pointé du doigt cette VLMV négative qui aurait dû modérer notre élan et empêcher au moins les deux renforcements! Nous avons bien entendu après ce constat, inscrit dans notre *process* qu'une VLMV négative ne nous autorisait plus à investir sur une société. Mais il est difficile de comprendre pourquoi nous agissons de cette manière alors que, nous avons écrit noir sur blanc, des éléments précis qui auraient dû nous faire agir à minima avec plus de prudence et au moins éviter les 2 renforcements. Si nous avons oublié de prendre un élément en contre ou manqué de prudence dans la valorisation du stock d'or, cela aurait été plus clair, mais ce n'est absolument pas le cas. Ce n'est pas de gaieté de cœur que nous évoquons ces erreurs et cette échec, qui a pesé sur la performance 2014 de notre portefeuille, mais cela nous semble important de comprendre ce que nous n'avons pas compris et ce que nous avons mal fait. Car nous voulons que cela nous serve à l'avenir et nous n'avons jamais voulu mettre sous le tapis nos échecs pour ne mettre en lumière que nos réussites comme l'on rencontre un peu partout sur le net. Nous redévelopperons ces éléments très prochainement sur notre blog dans la rubrique « Bas les masques » qui dévoile l'analyse de nos positions, nos réflexions et les news de la société une fois vendue. Pour ceux qui ne connaissent pas la rubrique, vous pouvez la retrouver dans sociétés analysées, sur la colonne de droite de notre blog.

Le 17 avril , nous sommes enfin passé chez Sosh, après avoir répété rapidement « je suis passé chez Sosh », tous les quatre à la perfection, et nous avons vendu une *option put* à échéance du 17 juillet 2015, de la société **Sears Hometown & Outlet Store** (SHOS). Cet investissement a été effectué dans l'optique de booster un peu nos liquidités à court terme, puisque la prime encaissée est de 8.89% net de frais, en trois mois, ou encore 35.56% annualisé. Avec une valeur de mise en liquidation volontaire de 7.53\$ et un prix de revient en cas d'exercice

# Edito

de 6.80\$, nous dormirons tranquillement en cas d'exercice.

Ce qui est le plus étonnant, c'est que voici plus de 10 ans, alors que nous discutons encore sur un forum de Boursorama, un participant nous présentait Eddy Lamperts et l'histoire de Kmart et Sears Roebuck. En nous parlant du prochain Buffett... et du prochain Berkshire. Si on nous avait expliqué à l'époque que nous achèterions un jour une Daubasse appartenant au prochain Buffett, vous pensez bien que nous en aurions bien rit sur le moment. Et pourtant, nous y sommes arrivés. Nous avons également observé qu'à l'introduction en bourse le 12 octobre 2012, la société valait 30.68\$ et que 2 ans et demi plus tard, son cours a perdu 78% et cote au moment de rédiger cet édito, 6.98\$. On ne peut pas dire que la direction a créé beaucoup de valeur pour l'actionnaire et on peut à minima penser que si Eddy Lampert est réellement le prochain Buffett, il en est quand-même au stade du Berkshire usine textile, en mauvaise posture. La société a fait l'objet d'une seconde analyse que nous vous présentons également dans cette lettre.

Le 21 avril nous avons acheté la société anglaise **Thalassa Holding Ltd** liée au secteur pétrolier dans la recherche sismique. Après Civeo achetée en février et active dans la logistique et l'immobilier sur les champs pétroliers, et Sprott Holdings (renforcé le mois passé) investi directement sur des pétrolières, notre investissement dans Thalassa vient compléter notre diversification liée à la chute au pétrole, tout en restant à la marge. La perspective de Thalassa est de notre point de vue proche de Civeo, puisque la société dépendra de nouveaux contrats de prospection des sociétés pétrolières. Après de très nombreuses heures de recherche, pour débusquer des sociétés actives dans le secteur pétrolier, nous pensons que nos trois sociétés sont les seules, à l'heure actuelle, à correspondre à notre *process* et nos exigences de décote et de solvabilité, sur le marché européen et nord américain. Thalassa a fait également l'objet de la troisième analyse du mois que nous vous présentons.

Le 30 avril est la date de notre dernière opération, sur notre vendeur de carrelages haut de gamme **Panaria Group**, qui devient aussi notre 42ème *bagger*, avec une plus value de ... 134.06% en 1176 jours. Nos achats de sociétés italiennes, qui ont eu lieu début 2012, dans l'incertitude d'une faillite de l'Italie, se terminent donc tous positivement. En plus de Panaria et Richetti, nous avons également acheté la société Benetton qui avait fait l'objet d'une OPA 74 jours après notre achat et procuré une plus value de 54%. Cette histoire illustre une nouvelle fois que notre *process* est capable d'exploiter les aberrations de marché, dans un pays ou un secteur, en extrayant les sociétés les plus robustes parmi un ensemble de société en difficulté.

Pour la petite histoire, nous avons également effectué un total de 11 mouvements dans notre portefeuille en juillet 2013.

La performance du mois d'avril de notre portefeuille est de +0.26%

# Edito

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

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille:

### Top 3

1° Net Estate : Civeo Corp : +81.26%

2° Net Estate : Gafisa SA : +33.86%

3° Net Net : Velcan Energy :+31.50%

### Flop 3

1° Net Estate : STR Holding : - 15.97%

2° Net Estate : Hammond Manufacturing : -13.12%

3° Diversification Value : Socfinaf : -10.39%

## Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +7.10% de performance moyenne sur les mois d'avril. La performance d'avril 2015 est donc inférieure à cette moyenne, avec +0.26%.

Au niveau achats/ventes sur le mois d'avril, nous avons acheté pour 9883.83€ et vendu pour 29 471.73€. Nous avons donc un solde négatif de 19 587.90 €. Sur l'année 2015, nos achats se montent à 33 965.61€ pour des ventes de 47 934.27 €. Le solde est donc négatif de - 13 968.66€. Nous avons donc vendu plus que nous avons acheté.

Nos liquidités sont bien sûr en hausse de 4.71% sur le mois et représentent 18.33% du portefeuille au 30 avril 2015.

## Suivi par catégorie

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

1° Net-Estate : + 18.65% (sur le mois + 0.59%)

2° Net-Net : + 4.98% (sur le mois -2% )

3° Diversification Value : +4.24% (sur le mois +0.69%)

4° RAPP : -0.52% (sur le mois -5.76%)

Alors que le marché représenté par notre Tracker MSCI World a perdu -1.69% sur le mois d'avril et -4.26% sur les 4 derniers jours du mois, nous observons une nouvelle fois la résistance des catégories Net-Estate et Diversification Value. Nos minières et nos sociétés matières premières semblent pour le moment avoir mieux résisté. Elles ont accusé le recul le plus important provoqué par Global source et FutureFuel, reculant sur le mois de -3.95% et -4.06%. Le net-nets, toujours volatiles, marquent aussi le pas. Sur les 4 derniers jours du mois d'avril le portefeuille a reculé de -1.90%.

# Edito

## La rubrique culturelle

Voici nos articles préférés du mois en vrac :

Voici ce que sera l'investissement sur la planète Mars en 2115 :

[Virtu Financial : 500 millions de trades/jour, un seul jour de pertes en 4 ans !](#)

Etes-vous aussi bon en math que les jeunes singapouriens ?

[Êtes-vous bon en math?](#)

Les nouvelles technologies contre la contrefaçon.

[Huit nouvelles technologies pour lutter contre la contrefaçon \(en images\)](#)

Des seins à l'origine d'une des inventions les plus influentes du net

[Le décolleté de Jennifer Lopez à l'origine de Google Images](#)

Faut-il acheter de l'or ?

[Faut-il acheter de l'or après son plongeon?](#)

L'équipe des Daubasses a la profonde douleur de vous faire part du décès de ...

[Sortez vos mouchoirs : la ménagère de moins de 50 ans n'est plus...](#)

Place maintenant à la lettre avec nos trois analyses du mois et les news des sociétés.

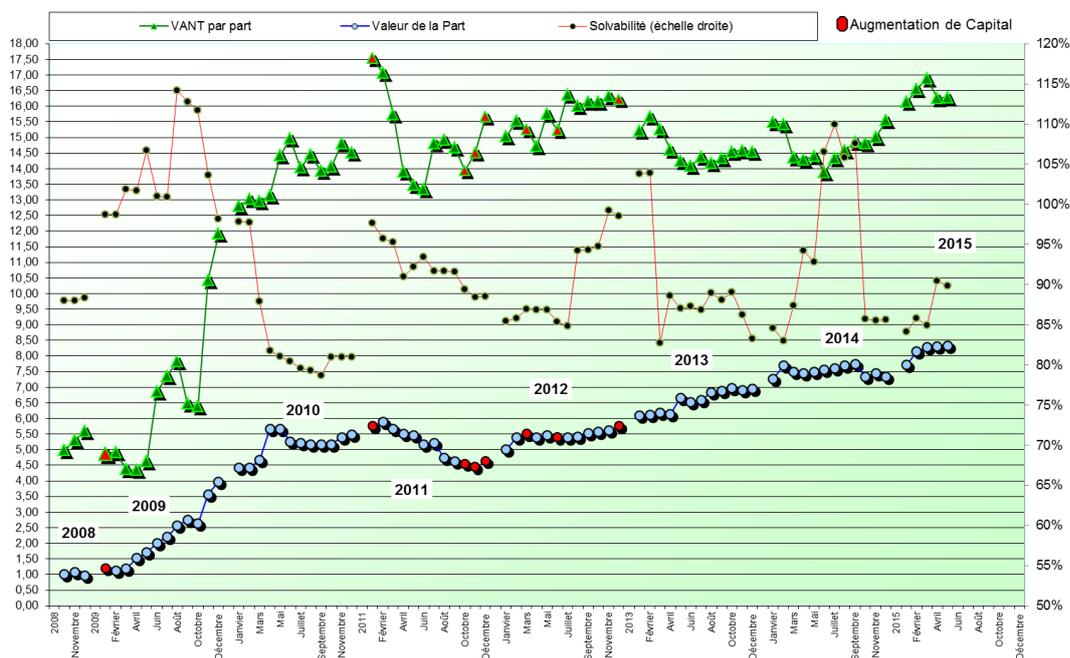
L'Equipe des Daubasses



# 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	
1 mai 2015	
Valeur d'une Part	8,33 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,28 €
Potentiel	95,50%
Solvabilité pondérée	89,81%
3,33% Pondération Max	12.097,07 €
Nombre total de positions	57
Répartition des Devises	
Euro	38,27%
Dollar Américain	37,95%
Livre Sterling	11,25%
Dollar Canadien	5,44%
Courone Suédoise	3,19%
Franc Suisse	2,90%
Variation des devises Yield	4,21%
Nombre de société vendue	110
Gain Moyen	2.330,55 €
Perte Moyenne	- 1.071,00 €
Société en Gain	76
Société en Perte	34
1 Euro investi a rapporté	4,86 €





## 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	76%	AKER -A-
3	2	5	135%	Vianaini Lavori

## News de nos sociétés



### **Aker Asa (Norvège) Ticker : AKER.OL**

Départ du CFO et possibilité de convertir une partie du dividende en actions de la société, tels sont les éléments que nous retenons de l'AG de cette holding « maritimo-pétrolière ».

### **Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO**

Alamos annonce sa fusion avec Aurico Gold pour former un nouveau groupe aurifère qui sera appelé « Mergeco ». La parité d'échange se fera suivant les fonds propres respectifs de chacune des deux sociétés, et les anciens actionnaires d'Alamos se retrouveront avec +/- 50 % du nouvel ensemble. Une partie des activités de Aurico ne feront pas partie de la fusion mais seront logées dans une nouvelle société qui s'appellera Spinco et dont les actions seront distribuées aux anciens actionnaires d'Alamos et d'Aurico. Voilà donc une fusion qui multiplie le nombre de lignes détenues par les actionnaires ... Assez rare que pour être soulevé.

Les directions des deux groupes sont forcément dithyrambiques sur les magnifiques perspectives qui vont s'ouvrir au nouveau groupe. Mais nous, ce qui nous intéresse, c'est la valeur des actifs dont nous allons devenir, contraints et forcés, les propriétaires. Nous n'avons pas encore pu établir une valorisation pour cette société sortie de nulle part (du moins de notre point de vue) mais nous constatons que ses coûts d'extraction sont sensiblement supérieurs à ceux d'Alamos. Relever les coûts moyens d'extraction de notre précieux métal jaune n'est déjà pas pour nous plaire... Nous allons approfondir notre analyse et vous tiendrons évidemment au courant de nos élucubrations.

A la suite de cette annonce, nous apprenons qu'Alamos a acheté, hors marché, des actions d'Aurico. Mais rien n'indique si cet achat changera quelque chose à la parité d'échange annoncée précédemment ou non.

Enfin, dernière nouvelle du mois: Alamos annonce la mise en paiement d'un dividende réduit par rapport aux autres années et la possibilité pour les actionnaires d'obtenir celui-ci sous forme d'actions plutôt que de cash.

Toutes ces opérations nous agacent un peu car notre modèle de valorisation nous indique, après mise à jour du niveau des réserves, qu'il s'agit là du plus haut potentiel parmi les mines que nous détenons ... si les mines turques peuvent entrer effectivement un jour en exploitation.

# News de nos sociétés

La juste valeur que nous attribuons à Alamos, avant les effets de l'opération de fusion et l'acquisition d'actions Aurico, est de 28 USD.

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

La société a reçu, pour sa mine de La Colorada, le prix de la meilleure entreprise du Mexique en ce qui concerne la responsabilité sociale. Ça fait toujours plaisir de savoir que les sociétés dans lesquelles nous sommes investis assument certaines responsabilités sociétales, même si ça ne change sans doute pas grand chose à court terme pour nous, les actionnaires minoritaires ... quoique ... La Colorada annonce précisément un trimestre record en termes de volumes de production ... Y aurait-il un lien de cause à effet ?

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

Aucune information spécifique à notre disposition à propos de cette société. Mais nous avons constaté une forte augmentation des volumes d'actions échangés durant ce mois d'avril avec, à la clé, une hausse du cours de 20 %. Anguille sous roche ou « échange entre amis »... l'avenir nous le dira.

## **Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW**

Nous avons encaissé ce mois d'avril 65 CHF de dividende par action.

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

Le projet de fusion avec Monte Cristo International Entertainment dont nous vous avons fait part dans notre lettre de février 2015 est finalement annulé. Nous voyons cette nouvelle plutôt positivement tant les conditions dans lesquelles elle se faisait nous apparaissaient défavorables pour les actionnaires de BFS. Dans le même temps, un des administrateurs qui soutenait ce projet a démissionné. Sans que nous sachions s'il y a un lien de cause à effet avec l'évènement, nous apprenons aussi un changement de commissaire aux comptes.

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

Nous disposons du rapport du premier trimestre clôturé au 31 mars 2015. Et les nouvelles ne sont pas mauvaises. Tout d'abord, nous observons une augmentation de la valeur patrimoniale de la société à 9.33\$, alors qu'elle était de 9.14\$ fin décembre 2014. L'endettement a été réduit de 3%. Au niveau compte de résultats, les revenus sont en recul de 32%. Mais le coût des produits est également en baisse de 29%. Les coûts fixes sont à l'équilibre. La société parvient à maintenir un Ebitda positif de 0.05\$ par action. Et a signé une perte de 16 000\$, soit 0.0002\$ par action. Nous notons enfin que les liquidités de la société ont augmenté de 26 millions de dollars ou de 0.24\$ par action. Dans la tourmente, nous estimons donc ce bilan assez satisfaisant.

Voici ce que le CEO, monsieur Dodson, déclare au sujet de ce premier trimestre : « *Nous commençons à voir émerger des opportunités sur le marché des sables bitumineux exploités par d'anciens clients. Cependant, nos clients restent encore prudents au niveau de leurs dépenses. En outre, nous restons prudemment optimistes sur les perspectives de développement du Gaz Naturel Liquéfié sur la côte ouest du Canada, même si nous avons déjà plusieurs clients poten-*

## News de nos sociétés

*tiels en vue. Au premier trimestre, nous avons obtenu des renouvellements de contrats, courants sur plusieurs années pour certains de nos logements et de nos villages, tant au Canada qu'en Australie, ainsi que certains contrats de logements à court terme et un contrat où les bâtiments une fois construits seront vendus. Dans nos activités américaines, nous avons été impactés négativement par la rapidité sans précédent de mise à l'arrêt de sites de production qui a abouti à des résultats d'exploitation en forte baisse. »*

M. Dodson conclue, en ajoutant ceci : « *Nous restons concentrés sur l'achèvement de notre migration annoncée précédemment au Canada qui avance bien. Nous avons reçu les engagements nécessaires de nos banquiers pour nous permettre de passer à travers cette période difficile sans trop de problème. Sur le plan opérationnel, nous continuons à exploiter agressivement toutes les opportunités sur les actifs existants et également la recherche intensive de nouveaux clients, tout en étant vigilant sur les coûts d'exploitations et les dépenses en capital ».*

Nous avons la nette impression que nous sommes en face d'une direction très réaliste, qui nous fait penser à la direction de PV Crystalox au moment de l'effondrement du marché des panneaux photovoltaïques, en prenant rapidement le taureau par les cornes et en faisant très attention aux dépenses ? La principale information de cette déclaration, c'est la migration vers le Canada qui semble moins touchée que les USA et où il reste sans doute plus de potentiel à ce stade. Ce sera donc intéressant à suivre, car on comprend aussi que la bataille est loin d'être terminée. Et nous retiendrons enfin et une nouvelle fois, comme élément positif, l'augmentation de liquidités sur le trimestre, qui est toujours le véritable nerf de la guerre au beau milieu des turbulences de ce type.

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

Sur le premier trimestre du nouvel exercice 2015, Dundee Precious Metal a extrait 608 000 tonnes de matière (en hausse de +7% vs. T1 2014), dont 34 700 onces d'or vs. 26 600 onces sur la même période en 2014. Les chiffres sont encourageants et cadrent avec les prévisions annuelles, qui pour rappel sont d'un niveau de production d'or compris entre 130 000 et 150 000 onces.

Les données financières seront communiquées début mai.

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

Après avoir annoncé le mois dernier des bénéfices inattendus, voici ce que nous retenons de la publication du rapport annuel de l'exercice 2014.

La VANT progresse de +1,2% à 286,85 EUR, ce qui représente un potentiel sur le dernier cours d'avril (78 EUR) de +268%.

La décote sur la VANE reste elle aussi conséquente, le groupe ayant augmenté son patrimoine immobilier, sur la période, de +13 M EUR. Elle atteint 194,67 EUR, soit un potentiel de +150%.

La solvabilité préserve également son très bon niveau, puisque notre ratio maison ressort à 69%.

Enfin, en ce qui concerne les résolutions à titre extraordinaire, nous retenons un point plutôt mauvais, puisque l'âge limite du président du conseil d'administration a été relevé à 90 ans et à 80 ans pour les administrateurs. C'est typique-

## News de nos sociétés

ment le genre de situation à craindre dans une société familiale : François Nusse va pouvoir siéger encore de nombreuses années. Au moins 10 ans, puisqu'il est né en 1935...

### **Gafisa (Brésil) Ticker : GFA**

Selon des médias, la société serait en discussion avec des groupes d'investisseurs pour reprendre une ou deux de ses activités (Tenda et/ou Gafisa). Une nouvelle, si elle se confirme, qui tombe à point, puisque nous avons renforcé notre position de 2 000 titres supplémentaires le 8 avril à un cours de 1,43 USD par ADR. Quoi qu'il arrive, le deal potentiel ne débouclerait pas avant 2016. Cet événement ne nous étonne outre-mesure du fait de la décote actuelle de la société et du potentiel que représente le Brésil.

### **GEA (France) Ticker : GEA.PA**

Un programme de rachat d'actions a été voté lors de l'Assemblée Générale du 31 mars. Il permet de racheter 10% de la société dans la limite d'un cours de 120 EUR. La société a souvent été critiquée par les observateurs pour s'endormir sur son cash. Il s'agit donc d'une excellente nouvelle. La société souhaite profiter d'un cours qu'elle considère, comme nous, actuellement bradé.

### **Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA**

Sans vraiment de surprises, nous prenons connaissances des résultats annuels de Gévelot fortement impactés positivement par la cession de KUDU par sa filiale PCM SA en mai 2014. Les autres faits marquants sont :

- l'acquisition en décembre 2014 par PCM SA de la société AMIK Oilfield Equipment & Rentals (Edmonton, Canada) pour 5,7 M EUR. Le timing ne nous semble pas mauvais puisqu'en décembre plus personne ne voulait entendre parler du pétrole. A voir donc ce que l'avenir en dira ;
- un résultat opérationnel en baisse de 50% qui atteint 8,1 M EUR, mais les bénéfices explosent à 67,0 M EUR du fait de la cession de KUDU, mais également grâce à un gain de change sur le produit de la cession de la vente détenu en USD. Le gain de change sur le dollar a permis au groupe de générer un gain financier de +6,8 M EUR. Autant d'opérations à caractère exceptionnel.

Au niveau des perspectives, le management reste fidèle à ses habitudes très conservatrices : « *les perspectives pour l'année 2015, dans des environnements sectoriels incertains pourraient conduire au maintien d'un résultat courant positif* ».

Quant au bilan, nous calculons une VANT en hausse de +2% à 206,96 EUR, représentant un potentiel de +60%. La VANE ressort à 156,28 EUR. La solvabilité est excellente avec un ratio de 104% du fait d'une trésorerie de 144 M EUR.

### **Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY**

La société annonce tout d'abord un reverse split de 1:8 pour éviter le délistement, puisque son cours est resté sous les 1\$ pendant plus de 180 jours. Ce reverse split aura lieu le 11 mai. Donc le cours actuel côté en USD de 0.53\$ devrait passer à 4.24\$. Il faut aussi préciser que ce reverse split concerne uniquement le certificat ADR côté sur le Nasdaq et pas l'ensemble des actions de la

## News de nos sociétés

société, cotés en Won sur la bourse de Séoul. Il fallait jusqu'à présent 4 certificats ADR pour une action (autrement dit, il fallait multiplier le nombre d'actions par 4 pour calculer la valeur par certificat ADR). A partir du 11 mai, il faudra deux actions pour faire un certificats ADR, autrement dit, il faut dorénavant diviser le nombre d'actions par 2 pour calculer la valeur d'un certificat ADR coté sur le Nasdaq.

Le rapport annuel de la société clôturé au 31 décembre est donc pour la dernière fois traité avant ce reverse split, et donc au cours de 0.53\$. La VANT de la société est tombée à 1.29\$ et sa valeur net-net à 1.16\$. Au compte de résultats, les ventes sont en recul de 16%. Le coût des produits est équivalent et nous constatons un recul de 12% sur les coûts fixes. La société signe au final une perte équivalente à l'année précédente.

Dans le détail des différent revenus, nous ne voyons pas de trace des nouveaux lancement, ce qui est normal puisqu'il sont prévu pour ce début 2015. Nous attendons donc le prochain bilan avec grande impatience.

### **Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST**

Le rapport trimestriel de notre holding nous apprend que celle-ci a sensiblement augmenté sa participation dans le capital de l'industrielle suisse ABB. Permobil et Aleris, deux participations non-cotées détenues à plus de 90 %, ont, quant'à elles, procédé à des acquisitions externes.

Nous prenons également connaissance de rumeurs d'OPA sur Sobi, une des participations cotées. La direction de Sobi a confirmé que des négociations sont effectivement en cours mais s'est, logiquement, refusé d'apporter le moindre détail.

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

Pas de nouvelle particulière pour notre holding, mais nous nous sommes livrés à un petit exercice afin de vérifier que la vraie valeur de la société restait bien supérieure au cours actuel. En résumé, nous avons décidé de valoriser chacune des participations « à la daubasses », c'est-à-dire, non pas en fonction de leur cours de bourse comme nous le faisons pour les holdings, mais bien de ce que l'équipe des Daubasses estimerait être leur « juste prix » si elle devait acquérir individuellement chacune de ces sociétés.

Plus précisément, nous avons valorisé Dairy Farms comme nous aurions valorisé une RAPP (c'est la seule des participations de Jardine qui pourrait être "éligible à la RAPP") et toutes les autres participations en fonction de leur VANT. De cette manière, à part la foncière Hong Kong Land, toutes les participations de Jardines sont valorisées significativement en dessous de leur cours de bourse.

Par certificat ADR, nous obtenons des valeurs de :

11,57 USD pour la foncière Hong Kong Land

4,40 USD pour le distributeur Dairy Farms

2,63 USD pour le conglomérat indonésien Astra

0,60 USD pour le groupe hôtelier Mandarin Oriental

0,58 USD pour le petit conglomérat industriel non coté Jardine Pacific

0,46 USD pour le groupe de distribution automobile non coté Jardine Motor

## News de nos sociétés

0,32 USD pour les activités non cotées de Jardine Cycle and Carriage  
0,72 USD pour divers actifs (suivant la valorisation donnée par Jardine)  
et ... 0 USD pour l'assureur Jardine Lloyd Tompson qui, vu l'importance des goodwill, présente une VANT négative.

Vous aurez fait le calcul en même temps que nous, ami(e) lecteur (trice) : cette approche prudente nous donne une juste valeur par certificat ADR de 21,28 USD, ce qui offre encore une marge de sécurité supplémentaire d'une vingtaine de pourcents par rapport au cours actuel, ce qui nous semble très raisonnable pour une évaluation qui ne tient absolument pas compte du fait que ces activités sont effectuées dans la zone du monde qui est probablement appelée à connaître les taux de croissance les plus élevés des prochaines décennies.

### **The LGL Group (USA) Ticker : LGL**

Le bilan annuel de la société dévoile une baisse de la valeur patrimoniale à 5.13 \$. La valeur net net est de 3.71\$ et la valeur net-estate de 5.07\$. Au niveau comptes de résultats, les ventes sont en baisse de 12%. Le coût des produits est aussi en baisse de 14%. Les coûts fixes sont en baisse de 16%. Au final, la société limite les dégâts avec une perte de 1.07\$ par action au lieu de 3.17\$ par action.

### **Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE**

Nous sommes sans nouvelles du rapport annuel 2014... Ce qui ne nous plaît pas, car la société est récidiviste en la matière. Néanmoins, la société étant cotée sur la bourse allemande, nous ne nous alarmons pas en espérant que les autorités de marché vont faire le nécessaire pour que la société respecte les minoritaires, notamment en diffusant une information de qualité et exhaustive.

### **Migatronic (Danemark) Ticker : MIGA-B.CO**

La société a publié ses résultats du premier trimestre 2015. Ils sont en hausse en terme de chiffre d'affaires comme de bénéfices, du fait de la croissance de l'activité des projets d'automatisation de soudage. Sur l'ensemble de 2015, le management s'attend désormais à une hausse des profits qui devrait être comprise entre 10 et 15 M DKK (!). C'est donc au minimum un doublement des bénéfices qui est attendu.

Une histoire que nous ne suivrons malheureusement plus, puisque le 17 avril, la société a en effet dépassé sa VANT de 262,42 DKK en touchant les 275 DKK. Nous procédons donc à une vente virtuelle en réalisant ce qui serait l'équivalent d'un gain de +64% depuis notre analyse il y a tout juste 1 an, à un niveau de cours de 168 DKK, sans tenir compte du versement d'un dividende de 10 DKK.

### **Norcon (UK) Ticker : NCON.L**

La société de services en télécommunication vient de publier son rapport financier 2014. Comme attendu, la société signe une nouvelle perte de 0,019 GBP par action mais le 2e semestre semble nous montrer que le redressement annoncé approche à grand pas : en réalité, la perte a été entièrement subie par le premier semestre et le 2e semestre fut donc à l'équilibre. La VANT remonte

## News de nos sociétés

même légèrement, à 0,26 GBP. Nous avons de plus en plus l'intuition que la direction est en train de réussir son pari : transformer une entreprise pratiquement mono client en une société mondiale de services et de consultance avec un fichier de clients diversifiés.

### **Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L**

Les résultats semestriels étaient déjà très bons. Les résultats annuels arrêtés au 1er février 2015 ne nous déçoivent pas.

L'activité a augmenté de +6,1% par rapport à 2013. Mais surtout, le résultat opérationnel explose de +56,5% à 1,45 M GBP. Le bénéfice a pris un billet pour l'espace et décolle de +180,6% pour atteindre 0,96 M GBP.

Ainsi, alors que depuis 2009 la société n'avait plus distribué de dividende, et bien c'est le grand retour. Ce sera 1,5 GBp.

Nous attendons la publication du rapport annuel courant mai pour calculer nos ratios daubasses habituels.

### **Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI**

La société nous annonce, pour le 1er trimestre 2015, une production record pour la mine d'argent de Pirquitas, et une production au-dessus des attentes pour la mine d'or de Marigold. Bref tout baigne ... sauf les prix de métaux précieux.

### **Skyline Corp (USA) Ticker : SKY**

Le bilan du troisième trimestre nous montre une valeur patrimoniale en hausse à 4.54\$ par action. Nous allons examiner au niveau compte de résultats, le seul troisième trimestre qui nous semble plus parlant car il nous permet de voir la différence depuis la vente du segment caravanes, principale cause de pertes. Ce que les 9 premiers mois de l'année ne pourraient nous montrer. Sur les trois derniers mois, le chiffre d'affaires est en hausse de 26.31%. Le coût des produits est également en hausse de 21%. La marge brute est passée de 2.50% à 6.13%. Les coûts fixes sont en légère augmentation, à 2.97%. Au final, la société signe une perte de 0.35\$ au lieu de 0.47\$ un an plus tôt. On peut bien entendu être un peu déçu par ces chiffres, mais il faut également tenir compte de la saisonnalité. Les mois de décembre, janvier et février, n'étant pas les meilleurs mois pour ce secteur de la construction préfabriqués ou modulaires, comme c'est le cas pour Skyline.

De notre point de vue, nous retiendrons donc pour le moment le bond en avant de la marge brute, qui a plus que doublé et qui selon nous pourrait être le prémisses de bonnes surprises, pour les prochains trimestres.

### **Socfinaf (Luxembourg) Ticker : SOC**

Cette discrète société luxembourgeoises de plantations active en Afrique, et branche de l'empire Bolloré, vient de publier son rapport financier 2014 ... et il nous déçoit un peu. Le bénéfice est devenu symbolique à 0,08 euros par action (vs 0,61 euro en 2013). Malgré une hausse des volumes, la chute des prix du caoutchouc sur les marchés a fait perdre 5 % de chiffre d'affaires. Mais ce qui nous interpelle, c'est le niveau de la « part des tiers » dans le résultat consolidé.

# News de nos sociétés

Avant attribution de cette part des tiers, le bénéfice consolidé de la société s'élève à 21,5 millions d'euros ... Mais une fois qu'on attribue la part des bénéfices qui revient aux actionnaires minoritaires des participations détenues par le groupe, il ne reste que 1,4 millions. Comment les actionnaires minoritaires des filiales de Socfinaf peuvent-ils percevoir près de 95 % des bénéfices ?

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

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

50.21% d'actions

24.25% d'obligations

25.54% de liquidités ou placements court terme

Au 31 Mars 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

52.20% d'actions

24.40 % d'obligations

23.60% de liquidités ou placements court terme

Nous observons en mars, une augmentation de la poche actions, un maintien de la poche obligataire et une baisse des liquidités.

## **Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC**

Le bilan annuel de la société, clôturé au 31 janvier, nous montre une valeur patrimoniale qui est passée de 5.20\$ à 5.50\$. Le ratio net-net de la société s'est également amélioré à 4.70\$. Nous notons aussi un endettement en baisse avec un ratio de solvabilité à 106% au lieu de 84%. Et un rachat de presque un million d'actions. Au compte de résultats, les ventes sont en baisse de 9%, tout comme le coût des produits également en baisse de 10%. Comme à son habitude aussi, la direction a rogné sur les coût fixes, les faisant baisser de 4% par rapport à 2013. La société signe au final un léger gain de 0.06\$ par action, nettement moindre que l'année passée où elle avait signé un gain de 0.25\$ par action. C'est néanmoins la troisième année consécutive de profit pour Trans World. Cerise sur le gâteau, la société a distribué un troisième dividende de 0.50\$ brut par action. A notre prix d'achat de 0.75\$ par action frais inclus, ce troisième dividende va couvrir entièrement notre prix achat. Nous avons osé, dans un article sur notre blog, effectuer une comparaison de Trans World avec Apple que nous avons mises sur un même pied d'égalité en terme de performance, mais on dirait que le duel tourne à l'avantage de Trans World avec un cours + dividende multiplié par plus de 7.5 fois depuis le 8 juin 2009, toujours en terme de performance.

Mike Feuer a expliqué, lors de la conférence de presse, que le dernier trimestre de l'année avait été l'un des meilleurs depuis longtemps. Sans oublier de préciser qu'il y avait encore pas mal de travail à accomplir, pour créer plus de valeur encore pour l'actionnaire. Mike Feuer, le nouveau CEO, avait pris la place du très talentueux Robert Higgins, le véritable architecte du redressement de la société, l'automne dernier. Et nous nous interrogeons, contrairement à notre habitude, sur ce nouveau CEO qui semble donc confirmer le fait qu'il poursuive le travail de son prédécesseur de belle manière.

# News de nos sociétés

## **Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA**

Sans avoir le document officiel à disposition au moment où nous écrivons ces news, un petit communiqué de Boursier.com nous informe que la société a bouclé l'année 2014 sur un résultat net positif de plus de 6 millions d'euros et que les capitaux propre ont augmenté de 9%.

Nous apprenons aussi que 2015 sera l'année de la mise en chantier d'une nouvelle centrale, soit au Laos soit en Indonésie. En attendant les chiffres précis du rapport annuel, ces nouvelles nous semblent plutôt intéressantes et justifient donc la hausse du cours de 31% sur ce mois d'avril.

## **Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA**

La direction « daubasses » du distributeur de vêtements nous annonce à présent le report de la mise à disposition du rapport annuel complet. Ce ne sera pas le 30/04 comme l'impose la législation mais bien le 13/05. Décidément, Monsieur Lesguer ne semble pas daigner accorder la moindre attention à ses actionnaires ... mais qu'attend donc un actionnaire « professionnel » comme Michel Baule, qui détient presque autant d'actions que la famille Lesguer pour « ruer dans les brancards » ?

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

Le dividende a été annoncé. Il est identique depuis les 5 dernières années à 0,02 EUR. Il sera mis en paiement le 20 mai.

## **Zwahlen & Mayr (Suisse) Ticker : ZWM.SW**

Le bilan annuel de notre marchand de fer suisse préféré n'est pas trop mal, la valeur patrimoniale représentée par la VANE est en hausse à 579.64 CHF. La valeur net net est à 179.79 CHF. Au niveau compte de résultats, le chiffre d'affaires a bien été secoué avec une baisse de 26%. Le coût des matières premières est en baisse de 7%. Et les coûts fixes sont en baisse de 18%. Malgré ce vent contraire, nous notons que l'EBITDA est positif. Ce qui n'empêche pas le résultat final d'être négatif, avec une perte par action de -9.72 CHF, alors que voici un an la société dégageait 6.61CHF de profit net.

La direction nous explique, avec une certaine bonhomie alpine, que si le prix des matières premières est en baisse, les dépenses des états le sont aussi... Mais aussi que la conjoncture mondiale, bla, bla, bla... Malgré cela, le carnet de commandes de 2015 ne serait quand-même pas trop mal rempli, avec principalement deux ponts autoroutiers et ferroviaires d'importance majeure dans le sud de la France, ainsi que de gros ouvrages d'art en Suisse : le Pont du Ceva ainsi qu'un pont-rail sur le Rhône à Bex.

Ils ne nous disent donc pas que 2015 sera formidable, mais pas catastrophique non plus. Avec un potentiel, au cours de 269.25 CHF, de 115% et un risque relativement limité. L'asymétrie de cet investissement nous semble intéressant, même si nous ne sommes pas pressés car toujours très gourmands en affaire. Peut-être trop d'ailleurs !

# Analyses de société

## Sears Hometown and Outlet Stores, Inc.

(Nasdaq, Ticker: SHOS / ISIN : US8123621018)

### I. Introduction

**sears** | HOMETOWN  
& OUTLET

Sears Hometown and Outlet Stores, que nous appellerons désormais « SHOS », est un détaillant américain qui vend du matériel de bricolage et de jardinage, de l'électro-ménager mais aussi d'autres produits ménagers. Il est actif presque exclusivement sur le territoire américain et essentiellement en milieu rural.

Les ventes s'exercent tant au travers de magasins intégrés que de franchisés mais l'objectif de la direction est de transférer de plus en plus de magasins à des gérants indépendants.

SHOS a été constituée comme activité autonome fin 2012 : il s'agit en effet d'un « spin off » de Sears Holding à laquelle elle était auparavant intégrée. Le cordon ombilical n'est d'ailleurs pas encore complètement rompu, puisque SHOS commercialise encore certains articles de marques détenues par Sears Holding et loue ou sous-loue des locaux détenus par son ancienne maison-mère (magasins et bureaux).

Lors du dernier exercice comptable clôturé fin janvier 2015, l'entreprise publiait un chiffre d'affaires en légère baisse, mais surtout une lourde perte de 7,45 USD par action.

Le 17 avril, nous avons émis 600 options put à échéance juillet 2015 à un prix d'exercice de 7,50 USD.

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

Nous relevons un actif courant de 21,87 USD par action, duquel nous retirons 9,83 USD. Nous obtenons donc une **VANN de 12,05 USD**.

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

Si la société loue ou sous-loue la plupart des immeubles qu'elle occupe, il faut noter qu'elle est malgré tout propriétaire des murs de 3 « outlets ». Nous repreneons la valeur d'acquisition de ces immeubles (2,48 USD par action), en déduisons notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et l'ajoutons à la VANN pour obtenir une **VANE de 14,03 USD**.

# Analyses de société

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal, qui est, comme souvent chez un détaillant, le **stock de marchandises** qui représente 19,47 USD par action. Les articles restent en stock 90 jours en moyenne, une durée de détention qui est stable dans le temps. Elle nous paraît correcte pour des produits non périssables et soumis à un risque d'obsolescence technologique relativement faible. De plus, la direction a déjà acté des réductions de valeur pour 2,7 % de la valeur d'acquisition de ce stock. En tenant compte de ces deux éléments, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 20 % sur ce poste et amputons sa valeur aux livres de 3,89 USD par action.



Le **cash** est réduit à portion congrue et représente 0,87 USD par action.

Les **créances à court terme**, dont les principaux débiteurs sont les franchisés, représentent également un montant très symbolique de 0,68 USD. Nous notons que la direction a provisionné à titre de créances douteuses plus de 20 % de la valeur faciale des créances. Pour cette raison, nous ne prendrons qu'une marge de sécurité réduite de 10 %, soit 0,07 USD.

Au niveau des **actifs long terme**, outre les **immeubles** mentionnés dans la VANE, nous remarquons un **poste d'installations et d'aménagements** que nous reprenons symboliquement pour 5 % de sa valeur d'acquisition, soit 0,08 USD.

Les **créances à long terme** sont, elles aussi, constituées essentiellement de créances tirées sur les franchisés. Elles représentent 1,91 USD par action. Ici aussi, la direction n'y est pas allée avec le « dos de la cuillère » en provisionnant à titre de créances douteuses 18 % de la valeur faciale de ce poste. Nous décidons, vu le caractère long terme de ces créances, de nous la jouer « prudente » en réduisant la valeur à laquelle nous les prenons en compte, de 12 % supplémentaires, soit 0,23 USD.

**Hors bilan**, nous retrouvons un poste très important de loyers futurs à payer. Après déduction des engagements de sous-location des franchisés, ils représentent toujours une dette cachée de 5,73 USD. Vu la difficulté de relouer certains emplacements, nous décidons de tenir compte de 75 % de cette somme à titre d'engagements hors bilan et déduisons donc 4,30 USD pour notre scénario de mise en liquidation volontaire.



# Analyses de société

En fonction de ce qui précède, nous établissons la **VLMV de SHOS à 7,53 USD**.

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 derniers exercices comptables, la société a généré un résultat opérationnel moyen de 0,94 usd par action. Malheureusement, lorsque nous déduisons 33 % à titre d'impôt sur le résultat, actualisons à 12 %, ajoutons la trésorerie de l'actif et déduisons les dettes financières, nous ne pouvons que constater que le résultat est légèrement négatif. SHOS ne présente donc pas de Valeur selon sa Capacité Bénéficiaire.

## VI. Conclusions

Et donc, le 17 avril, nous avons émis des options put à échéance juillet 2015 à un prix d'exercice de 7,50 USD.



Dans ce cas de figure, nous nous retrouvons en quelque sorte dans la peau d'un assureur puisque nous assurons à la contrepartie qui nous a acheté les options que si le cours de SHOS au 17 juillet 2015 est inférieur à 7,50 USD, nous leur achèterons leurs actions précisément à ce prix et ce, quel que soit le cours auquel cotera le titre ce jour-là.

En contrepartie de cette assurance, nous avons reçu directement une prime de 0,70 USD par action assurée, soit 9,3 % des montants sur lesquels nous sommes engagés.

Le 17 juillet, deux scénarios possibles :

- Soit le cours de SHOS est inférieur à 7,50 USD et nous sommes obligés de payer 7,50 USD pour les acquérir. En retirant la prime encaissée, notre prix de revient sera donc de 6,80 USD (7,50 – 0,70).

- Soit le cours de SHOS sera supérieur à 7,50 USD. Dans ce cas, il ne se passe rien. Nous conservons la prime de 0,70 USD que nous avons encaissée et les capitaux que nous aurons dû immobiliser en garantie de notre investissement nous aurons procuré un rendement de 9,3 % en 3 mois, soit, annualisés, un taux de 37,2 %.

Vous retrouverez plus d'explications techniques sur ce type d'investissement dans [cet article](#).

# Analyses de société

Si nous étions exercés, à notre coût d'achat de 6,80 USD, nous pourrions acquérir des actions de Sears Hometown and Outlet Stores avec une décote de

43,6 % sur la VANN

51,5 % sur la VANE

9,7 % sur la VLMV

Ces décotes, nous pouvons les obtenir grâce à des résultats 2014-2015 assez médiocres en apparence.

En effet, la perte de 7,45 USD par action peut sembler très lourde a priori mais c'est sans compter sur ce qui ressemble à un « nettoyage de printemps » effectués par la direction :

- Une « mise à 0 » du goodwill (ça tombe bien, nous, on n'a jamais considéré qu'un goodwill représentait une « valeur ») pour 7,35 USD
- Des provisions massives pour créances douteuses (une pratique jamais mise en œuvre par la direction avant cet exercice comptable) pour 0,50 USD par action



Vous pouvez faire le calcul comme nous, ami(e) lecteur(trice) : sans ces écritures purement comptables, la société aurait bel et bien été bénéficiaire... chichement, certes, mais bénéficiaire quand-même.

Ainsi, si nous refaisons le calcul de la VCB mais en extrayant l'impact de ces deux éléments (après tout, le goodwill étant à présent à 0, il ne sera pas possible d'encore réduire sa valeur), la VCB

n'est alors plus nulle comme nous l'avions mentionné ci-dessus mais elle s'établit bel et bien à 9,24 USD !

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 ?

Le fait qu'il s'agisse d'un spin-off a sans doute, dans un premier temps, pesé sur le cours de l'action lorsque certains actionnaires de Sears se sont défaits des actions SHOS qu'ils avaient reçues en le considérant comme « non stratégiques ».

# Analyses de société

Le secteur ensuite (la distribution *non food*) n'est pas des plus sexy (nous avons déjà pêché quelques daubasses actives dans ce secteur comme Alco Store, Book A Million ou Emerson par exemple).

Enfin, les résultats du dernier exercice comptable sont très mitigés : même hors éléments exceptionnels, la rentabilité est considérablement en baisse et les ventes, à périmètre comparable, se sont tassées lourdement.

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

L'impossibilité pour SHOS de se repositionner commercialement et surtout sa trop forte dépendance à Sears Holding (malgré le spin-off, les actionnaires majoritaires sont les mêmes).

D'ailleurs, cette forte dépendance pourrait bien constituer un handicap en empêchant SHOS de commercialiser suffisamment de produits indépendants de Sears.

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

Forcément, le retour à la rentabilité. C'est la seule « cerise » que nous voyons sur ce gâteau. Ce retour à la rentabilité serait alors mécaniquement démultiplié par des rachats d'actions propres : il semble que cette technique vienne d'être mise en œuvre par le management de Sears Hometown and Outlet Stores et, plus encore après la chute récente du cours, elle nous semble un bon moyen de créer de la valeur pour les actionnaires.



# Analyses de société

## Thalassa Holdings Ltd

(London Stock Exchange, Ticker: THAL.L / Code ISIN : CA3686841063)

### I. Introduction



Thalassa Holdings Ltd est une société établie aux Îles Vierges Britanniques depuis le 26 septembre 2007. Les actions de l'entreprise sont cotées sur l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange depuis le 29 juillet 2008.

De ce que nous comprenons, l'activité principale de la société est d'établir des bases de données sur les fonds sous-marins sur une niche particulière : les réservoirs en cours d'exploitation pour en estimer les réserves restantes. Ainsi, avec une flotte de navire, elles récupèrent les données à la demande de ses clients. Plus classiquement, l'entreprise a une activité de données utilisée pour la phase de recherche de nouveaux gisements. Enfin, il y a une dernière activité qui consiste en la vente d'équipements liés à la recherche sismique. C'est une activité très cyclique puisqu'au premier semestre 2013, Thalassa a vendu en une fois pour 4,5 M USD de matériel à Statoil, et qu'au 30 juin 2014, il n'y a pas encore eu de ventes.

Fin 2013, la société s'est diversifiée avec l'acquisition de Go Science Group (dont le nom a été par la suite modifié en « Autonomous Robotics Ltd ») qui développe des robots sous-marins.

15 employés travaillent pour Thalassa.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014.

Le 21 avril 2015, nous avons acheté 6 000 actions Thalassa à un coût de revient, taxes de bourse et frais de courtage inclus, de 0,422 GBP.

Les calculs ont été établis sur la base de 25 373 880 actions potentielles diluées. Pour une meilleure lecture, nous avons converti les comptes publiés en USD, en GBP avec la parité suivante : 1 USD = 0,668 GBP.

**Il est important de préciser que malgré le fait que la société soit cotée à Londres, elle n'est pas éligible au PEA, car son siège social est localisé aux Îles Vierges Britanniques.**

# Analyses de société

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 1,07 GBP par action et l'ensemble des dettes représente 0,15 GBP par action. La **valeur d'actif net-net est donc égale à 0,92 GBP par action.**

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

La société ne détient pas de terrain, ni d'immeubles, il nous est donc impossible de calculer de VANE.

## IV. La Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV)

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

Nous commençons par les **actifs courants**, les actifs les plus liquides.

En premier lieu, **la trésorerie**. Après les multiples augmentations de capital (au détriment des anciens actionnaires, mais au bénéfice des actionnaires arrivant), elle correspond à **0,56 GBP** par action et n'appelle aucun commentaire.



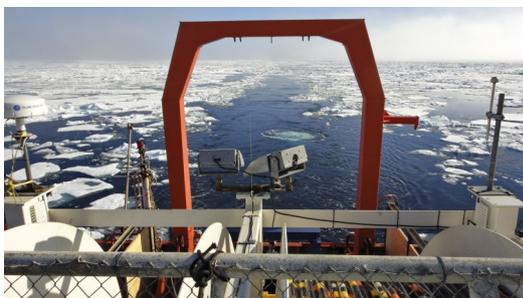
Viennent ensuite dans l'ordre d'importance, les **créances clients**. Elles représentent un montant de 0,30 GBP par action. La société a été payée en moyenne en 64 jours sur les 3 dernières années, et en 85 jours sur l'exercice précédent. Ce délai de paiement peut être qualifié de relativement long. Les principaux clients sont des majors pétroliers (comme son principal client norvégien

Statoil) aux bilans solides. Ce sont des payeurs, qui paient mal, mais qui à priori finiront toujours par payer. Ceci étant, nous préférons rester prudent et imaginer un scénario au pire en considérant que 20% des créanciers ne paieront pas, et prenons donc une marge de sécurité de 20% en retenant une valeur pour ce poste de **0,24 GBP** par action

Nous découvrons dans le bilan un élément que nous ne rencontrons pas souvent et qu'il est intéressant de détailler. Thalassa a prêté de l'argent à l'un de ses principaux actionnaires THAL Trust Discretionary (3ème actionnaire avec 12,5% du capital). Le montant de ce **prêt** de 7,26 M USD représente 0,19 GBP par action. C'est d'autant plus étonnant, que ce prêt a permis à THAL Trust Discretionary d'acquérir des titres : 1 000 000 d'actions à 2,70 GBP et 1 078 667 d'actions à 0,264 GBP. Ce prêt est rémunéré à 3%. Si cet emprunt pour racheter des titres Thalassa pose question, nous pouvons néanmoins faire les supposi-

# Analyses de société

tions que cela confirme que non seulement Thalassa est surcapitalisé (trop de cash) et donc qu'elle ne doit pas présenter de risque à court terme sur sa solvabilité (sinon elle aurait fait autre chose avec son cash) et que par ailleurs les actionnaires considéraient leurs cours d'achats de 2,70 GBP et 0,264 GBP comme des aubaines. Nous ne connaissons pas les autres actifs de THAL Trust. Si le patrimoine de ce Trust est composé exclusivement d'actions Thalassa, ce prêt n'a pas une grande valeur si le cours de Thalassa chute. Par contre, si le trust arrive à réaliser ou placer ses titres Thalassa à un bon niveau, l'emprunteur pourra honorer correctement ce prêt. Face à cette incertitude, nous coupons la poire en deux et prenons une marge de sécurité de 50% sur ce montant, soit **0,10 GBP** par action



de **0,01 GBP** par action.

Nous terminons l'actif courant par les **stocks**, inscrits dans les comptes pour une valeur de 0,02 GBP par action. Au vu du montant en jeu, nous allons simplifier au maximum sans pour autant négliger la prudence. Nous appliquons une marge de sécurité de 50% et re-

prenons pour notre calcul un montant de **0,01 GBP** par action.

Nous pouvons passer maintenant aux **actifs non courants**. Le principal actif de long terme de Thalassa est composé de **machines, équipements** et le **mobilier** représentant une valeur de 0,35 GBP par action. Ce sont des actifs récents puisque sur le seul premier semestre, la société a acquis pour l'équivalent de 0,15 GBP par action de nouveaux équipements. Malheureusement, il nous est impossible de connaître leur réelle valeur marchande. Aussi, pour prévenir de toute déconvenue, nous préférons appliquer sur cet équipement de haute technologie une décote importante de 66% sur la valeur nette comptable. Soit une valeur finale par action de **0,05 GBP**.

L'ensemble du reste du bilan est composé d'**intangibles** : Goodwill, propriété intellectuelle, logiciels et de son portefeuille client. Le tout pour une valeur de 0,11 GBP par action. Or, notre approche patrimoniale repose sur la tangibilité des actifs et nous considérons donc ces actifs comme sans valeur, même s'il est possible qu'ils possèdent bel et bien une valeur.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **0,15 GBP** par action.

En **hors bilan**, nous ne trouvons pas de traces de procès ou d'obligations contractuelles diverses telle que des baux immobiliers ou des leasing sur machines.



# Analyses de société

Pour résumer, en cas de mise en liquidation volontaire de la société, nous obtenons la valeur suivante (en GBP par action) :

## Actif courant

- + Trésorerie et équivalents : 0,56
- + Créances clients : 0,24
- + Prêt : 0,10
- + Stock : 0,01

## Actif immobilisé

- + Equipements et matériels : 0,05
- + Intangibles : 0

## Passif

- Total passif : -0,15
- Hors-bilan : 0



Ce qui nous donne donc une **VMLV de 0,81 GBP par action**.

## **V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)**

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré des résultats opérationnels positifs sur 4 exercices, d'un niveau annuel moyen de 0,03 GBP par action. Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12%, nous obtenons une valeur de 0,73 GBP par action, à laquelle nous ajoutons la trésorerie nette de 0,56 GBP et nous obtenons une **VCB de 1,29 GBP**.

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 0,422 GBP, il est possible d'acheter l'action de cette société avec une décote de :

- 54 % sur la VANN
- 48 % sur la VMLV
- 68% sur la VCB

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 1,27 GBP) est de 200%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 142%.

Ratio technologique = 0%

La société semble réaliser des dépenses en Recherche & Développement mais ils ne sont pas communiqués dans les comptes. Par exemple, dans la dernière présentation publiée en fin d'année 2014, il est indiqué que la société a dépen-

# Analyses de société

sé 0,5 M USD en R&D. Nous considérons de toute manière que s'il y a une compétence technique particulière, ce sera alors une cerise sur le gâteau.

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 ?



Après plusieurs exercices de très bons niveaux : bénéfices de 1,3 M USD en 2012 et 4,4 M USD en 2013, l'activité comme les profits ont chuté fortement dès début 2014. Le bénéfice du premier semestre atteint 0,9 M USD. Et effet, massue à l'appui, cette forte baisse est accentuée par le fait que le nombre d'actions a explosé sur la période. Passant de 9,8 millions fin 2011 à 25,4

millions aujourd'hui (soit x2,6). Nul doute que des actionnaires n'ont pas apprécié ces augmentations de capital qui n'ont pas joué en leur faveur.

Egalement, Thalassa est assimilée - à raison -, comme une valeur pétrole. Avec un cours qui s'est divisé par 2 et une offre qui a explosé, et les dépenses d'investissement des pétroliers qui ont été par conséquent revues fortement à la baisse, le marché en a conclu que Thalassa était ou allait connaître une période difficile. Ce sont autant de raisons qui expliquent que le titre a perdu près de 90% par rapport à ses plus hauts de début 2014 à plus de 3,00 GBP.

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

Il y a un risque que nous identifions rarement, mais qui peut jouer sur le cours. Les comptes sont publiés à fréquence uniquement semestrielle et avec un décalage de 5 mois minimum. Nous connaissons par exemple les chiffres définitifs audités au 31 décembre 2014, début juin 2015. Ayant pris notre décision sur la base des comptes arrêtés au 30 juin 2014 (!), de l'eau a coulé sous les ponts pendant ces derniers 10 mois. Nul doute que des nouvelles plus ou moins bonnes sont à attendre.

Un autre point à ne pas négliger réside bien entendu dans la faculté de Thalassa à signer des nouveaux contrats. Même si le marché, ou tout du moins, les prospects semblent nombreux (cf. les montants d'appels d'offre auxquels la société répond), il n'est pas exclu non plus que la société puisse avoir quelques difficul-

# Analyses de société

tés à signer. Ce qui aurait vraisemblablement un impact négatif sur la rentabilité de la société, sa pérennité et donc la fluctuation de son cours de bourse. L'élément primordial qui ferait à coup sûr plonger la compagnie qui intervient en amont de tout forage pétrolier, c'est bien évidemment le cours de l'or noir. Si le baril se maintient à un niveau extrêmement bas, voire pis, s'il s'enfonce dans les bas-fonds océaniques, Thalassa en pâtirait grandement. Bien entendu, son important trésor de guerre lui permettrait de faire le dos rond pendant quelques temps, voire de garder la tête hors de l'eau pendant que des concurrents couleraient, mais sur une tendance négative de long terme, la société pourrait perdre quelques plumes. Le corollaire de cette dépendance est qu'une hausse du pétrole jouerait un effet multiplicateur à la hausse sur le cours. Mais vous le savez bien, nous n'anticipons jamais des perspectives heureuses, préférant aborder pour nos investissements les seules décotes patrimoniales.

### **3° Quel pourrait être le ou les catalyseurs, pour faire sortir cette société de l'ornière ?**

Le management semble plutôt perspicace, puisqu'il a fait appel au marché en 2013 à des cours de 1,20 GBP et 2,50 GBP par action, pour lever un total de 35,4 M USD. Des niveaux bien au-delà des fonds propres et des cours actuels qui peuvent s'expliquer à l'époque par les bons résultats passés de Thalassa. On sait désormais d'où provient la trésorerie abondante ! Et récemment, la société a racheté 400 000 de ses propres actions en deux fois, à des cours de 0,39 GBP et 0,42 GBP. Que ce soit pour les annuler ou les revendre plus tard, ces achats nous semblent de toute évidence effectués à bon prix, puisque bien en deçà de la VANN.

Les résultats opérationnels pourraient aussi permettre au titre de rebondir. En effet, les résultats 2014 arrêtés au 31 décembre 2014 seront livrés début juin, mais nous savons déjà que les comptes bancaires sont garnis de 16,4 M USD début mars. Soit l'équivalent de 0,44 GBP. Pour un cours actuel de 0,422 GBP. Et le management est confiant dans le fait que la société va pouvoir traverser la crise, non seulement du fait de sa forte position de trésorerie comme nous l'avons vu, mais aussi grâce à son carnet de commandes étoffé. D'ailleurs, au vu des contrats actuels, le niveau d'activité prévisionnel est de 18 M USD pour un bénéfice avant taxes de 1 M USD. Pas mal pour une Daubasse qui s'échange avec une forte décote sur sa VANN. De plus, l'entreprise répond à des appels d'offres qui atteignent en cumulé la somme de 175 M USD. Même si nous savons que Thalassa ne remportera pas tous ces appels d'offre, ils sont néanmoins le reflet d'un certain dynamisme sur le marché des données sismiques. La VCB de 1,29 GBP rappelant également que la société, certes cyclique, sait générer des bénéfices importants quand le marché est porteur.

Enfin, les perspectives de Thalassa sont évidemment liées au cours du pétrole. Et si celui-ci rebondissait fortement, Mr Le Marché pourrait revenir la courtiser.

# Analyses de société

## FutureFuel Corp.

(Nyse, Ticker: FF / Code ISIN : US36116M1062)

### I. Introduction



FutureFuel est une société américaine qui fabrique des produits chimiques et des biocarburants.

La société a été créée en 2005 avec pour objectif de chercher à acquérir des compagnies actives dans les biocarburants. Dès 2006, FutureFuel faisait l'acquisition de Eastman SE, un ancien spin-off d'Eastman Kodak, spécialisé dans la chimie avec pour ambition d'en faire un des leaders américain des biocarburants.

Les biocarburants de FutureFuel sont produits au départ d'huile de soja et de graisses animales. Certaines hypothèques pèsent sur cette branche d'activité en raison de l'affaiblissement du marché des carburants renouvelables : la direction reconnaît qu'elle ne sait pas si elle produira encore du biocarburant à long terme, ni en quelle quantité, ni à quelle prix... ce qui, reconnaissons-le, soulève pas mal d'incertitude. Ainsi, en 2013, les biocarburants représentaient 45 % de la marge brute générée par le groupe pour 30 % en 2014.

Mais l'entreprise a aussi conservé son savoir-faire de base en fournissant des services sur mesure pour la production de produits de chimie fine comme des solvants, des produits agrochimiques, des colorants ou des polymères. Chacune des productions est unique et destinée exclusivement à un seul donneur d'ordres en vertu de contrat à long terme. Depuis 2011, ce segment est confronté au ralentissement des commandes de ses clients, ceux-ci étant eux-mêmes confrontés à des concurrents produisant des génériques. La direction tente, pour compenser cette baisse de volume par client, d'augmenter le nombre de clients. En 2014, le principal client de ce département a été Procter & Gamble qui représentait 12 % du chiffre d'affaires total. C'est le seul client dont le courant d'affaires dépasse les 10 % des recettes totales de FutureFuel. 98 % des ventes sont réalisées aux USA.

Les actions de l'entreprise ont été cotées sur l'OTC jusqu'en mars 2011, avant son passage sur le Nyse par la suite.

Le 9 avril 2015, nous avons acheté 435 actions au cours de 11,14 USD.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 31/12/2014.

# 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	43.392
n-2	43.277
n-3	41.508
n-4	40.887
n-5	37.188
n-6	29.254
n-7	27.550
n-8	32.287

*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 augmente régulièrement dans le temps. Manifestement, la direction « ne s'oublie pas » quand il s'agit de prélever les fruits produits.

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

n-1	0,03
n-2	0,02
n-3	0,03
n-4	0,03
n-5	0,04
n-6	0,05
n-7	0,04
n-8	0,04

*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.*

Le rapport entre les frais généraux et le chiffres d'affaires semble assez stable dans le temps, voire en légère diminution.



# Analyses de société

## 3. Rotation des stocks

n-1	57,94
n-2	43,39
n-3	50,13
n-4	81,18
n-5	72,93
n-6	56,16
n-7	60,60
n-8	55,14

*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.*

Mis à part un léger dérapage dans les années 2010-2011, ce poste semble sous contrôle, ce qui nous semble assez logique : les productions de la division « chimie » sont effectuées « sur mesure » pour des clients déterminés et sur base de contrat et du biocarburant doit pouvoir s'écouler facilement.

## 4. Création de valeur sur 7 années : 149,8 % ou 13,97 % 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 savoir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.*

Une création de valeur de près de 14 % par an pour les actionnaires nous semble excellente, même s'il est probable que certaines de ces années furent particulièrement favorables à la division « biocarburants ».

**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... et la direction non plus.

## 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 : 6,36

# Analyses de société

*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 FutureFuel sont plus de 6 fois plus élevés que les passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc réellement conséquente.

## 2. Trésorerie nette par action : 4,88 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 45 % du cours de bourse. Ceci nous semble constituer une jolie marge de sécurité supplémentaire par rapport au prix auquel nous pouvons payer la société. Nous remarquons qu'une petite partie des placements de trésorerie est investie en actions et actions privilégiées (0,70 usd par action)

## 3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 1,11

*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 14 mois de free cash-flow sont nécessaires à la société pour rembourser l'intégralité de ses dettes à long terme. Cela nous semble confortable.

## 4. Ratio de solvabilité : 143,78 %

*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 FutureFuel est vraiment excellent : rappelons qu'un ratio supérieur à 100 % signifie que la société pourrait rembourser l'intégralité de son passif immédiatement rien qu'avec ses disponibilités et ses placements de trésorerie.

**Conclusions :** FutureFuel présente un bilan très solide qui nous semble suffisant pour « tenir » tant que la conjoncture est mauvaise pour les biocarburants.

# Analyses de société

## IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

### 1. Bénéfice par action

n-1	1,23
n-2	1,71
n-3	0,83
n-4	0,75
n-5	0,62
n-6	0,58
n-7	0,82
n-8	0,26

Le bénéfice est en forte croissance : entre 2007 et 2014, il a augmenté de près de 25 % par an.

### 2. Chiffre d'affaires par action

n-1	7,88
n-2	10,28
n-3	8,48
n-4	7,58
n-5	5,89
n-6	6,72
n-7	7,20
n-8	5,26

L'aspect cyclique des activités de FutureFuel apparaît clairement quand on observe l'évolution assez erratique des ventes.

### 3. Free cash-flow par action

n-1	1,40
n-2	1,89
n-3	0,88
n-4	0,58
n-5	0,62
n-6	0,06
n-7	0,68
n-8	-0,08

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après

# Analyses de société

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 à pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

A l'instar du bénéfice, le free cash flow est en croissance relativement régulière. Le flux de trésorerie moyen de ces 5 dernières années est de 1,07 usd, ce qui représente 9,7 % du cours actuel.

## 4. Dividende par action

n-1	0,36
n-2	0,69
n-3	1,60
n-4	0,40
n-5	0,80
n-6	0,30
n-7	0,70
n-8	0,00

Le dividende est assez irrégulier (et est annoncé en baisse pour 2015). Sur les 5 dernières années, il a représenté, en moyenne, 7 % du cours actuel.

## 5. Marge d'exploitation

n-1	16,42%
n-2	20,29%
n-3	13,10%
n-4	16,66%
n-5	14,67%
n-6	12,63%
n-7	16,23%
n-8	5,69%

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 relativement stable, ce que nous pouvons expliquer, en partie, par l'activité « chimie fine » qui est consolidée au travers de contrat de longue durée. Mais nous sommes malgré tout un peu surpris par le fait que l'activité « biocarburant » ne semble pas avoir mis à mal la régularité du taux de marge consolidé.

**Conclusions :** L'observation des chiffres comptables semble nous démontrer que FutureFuel est une « vache à lait » mais aussi une « cyclique de croissance

# Analyses de société

»... du moins tant que les biocarburants pourront continuer à assurer une part de la rentabilité.

## **V. Rentabilité**

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

### **1. ROE**

n-1	14,82%
n-2	22,53%
n-3	13,18%
n-4	10,58%
n-5	9,15%
n-6	8,93%
n-7	12,48%
n-8	4,96%

*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 FutureFuel a été de 12 %, ce qui nous semble correct tout au plus.

### **2. Rapport free cash flow/dividende**

n-1	3,89
n-2	2,74
n-3	0,55
n-4	1,44
n-5	0,78
n-6	0,20
n-7	0,97
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.*

Comme on peut le voir, le dividende distribué correspond généralement plus ou moins au free cash flow généré, même si ces dernières années il fut largement supérieur. Mais au vu de la cyclicité du dividende que nous avons mentionné plus haut, cela semble cohérent : c'est en fonction même des flux de trésorerie générés que le dividende est distribué. Ce ratio ne nous dit donc pas grand-chose sur la pérennité du dividende à long terme.

# Analyses de société

**Conclusions** : FutureFuel est une société qui semble, à première vue, présenter une rentabilité correcte sans être franchement hors norme.

## **VI. Valorisation**

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

1. PER 2014 : 9,09 (PER moyen des 3 dernières années : 10,13)
2. Rendement dividende : 3,2 %
3. Price to book 2014 : 1,35 (price to book moyen des 3 dernières années : 1,72)
4. Price Net cash ratio : 2,28 (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 FutureFuel s'établit à 24,03 USD.

## **VII. Conclusions**

A notre cours d'achat de 11,14 USD, nous avons la possibilité d'acquérir des actions FutureFuel avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 115 %.

Ce potentiel théorique est à mettre en parallèle avec les incertitudes pesant sur les biocarburants. Heureusement, en 2014, cette activité a pesé nettement moins dans l'activité globale de la société.

C'est sans doute cette hypothèse qui explique qu'en regard de ses ratios historiques, la société soit bon marché (ce qui est relativement rare par les temps qui courent). Si on soustrait la trésorerie et les placements de trésorerie, le PER 2014 est même de 5 !

Néanmoins, d'autres éléments doivent être pris en compte : la faiblesse du dollar qui rend les concurrents du segment chimique de FutureFuel plus concurrentiels au moment de renouveler des contrats (ou d'en conclure des nouveaux) et surtout le fait que la rentabilité du département « biocarburant » dépende presque exclusivement des décisions politiques qui seront prises dans le futur en matière d'incitants.



## 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**