

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 9
Suivi des sociétés analysées	page 11
News de nos sociétés	page 12
Analyse de la société Enteq Upstream Ltd	page 26
Analyse de la société Bonheur ASA	page 31
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 36

Edito



Juin 2015, au cœur du chaos, les questions essentielles

L'édito que vous venez de commencer à lire va être assez différent des précédents. D'habitude, nous vous proposons un point de vue sur tel ou tel sujet, nous vous expliquons pourquoi et comment nous voyons les choses d'une manière et pas d'une autre.

Aujourd'hui, nous allons nous contenter de vous poser des questions cher(e)s abonné(e)s, mais nous n'allons pas apporter les réponses car c'est vous qui allez, ou pas, devoir apporter vos réponses, seul en tête à tête avec vous-même.

Le but de cet édito, c'est donc de questionner l'investisseur que vous êtes, pour vous aider à devenir un meilleur investisseur. Un investisseur qui, sur le long terme, fera beaucoup mieux que le marché. Que l'on soit débutant ou plus chevronné, on ne doit jamais éluder le questionnement, avant, pendant et après chaque investissement et de manière générale sur ce que l'on fait et fera dans telle ou telle situation. Ce n'est pas une question de performance, qui peut être hors-norme à un moment, mais aussi moyenne ou désastreuse à un autre. Ce qui compte, c'est de rationaliser le plus possible et en permanence, ne pas se laisser déborder par un succès ou se laisser abattre par un échec. Et ce n'est pas facile de rester rationnel en permanence quand on investit. Ce n'est pas évident de remettre en question ses choix, de reconnaître d'abord, puis d'admettre ses propres erreurs mais aussi de ne pas se prendre pour Warren ou Lynch quand on aligne quelques *baggies* en quelques mois ou des performances à 2 chiffres 3 années de suite ! Vu de l'extérieur, l'investisseur fait toujours de l'argent facile mais vu de l'intérieur, ce n'est pas évident de battre le marché à long

Edito

terme, voire parfois de simplement gagner un peu d'argent. Vu de l'extérieur, tous les investisseurs sont des gagnants, vu de l'intérieur, une petite minorité s'en sort honorablement et une extrême minorité gagne énormément. Nous pensons que faire partie de cette petite minorité qui s'en sort honorablement est déjà formidable, mais pour y arriver, nous sommes certains qu'il faut fournir une somme importante de travail, sur soi-même d'abord, sur le process que l'on applique et enfin sur le travail de recherche.

Avez-vous conscience qu'investir dans les daubasses, soit acheter des sociétés qui cotent sous la valeur de leurs actifs nets tangibles, c'est à chaque fois faire le choix du chaos ou a minima d'une situation partiellement chaotique ?

Le chaos que vous affrontez est à chaque fois de nature différente, et son ampleur est aussi de magnitude différente. Il peut être total comme en 2007-2008, il peut être périphérique sur un ou des pays ou un ou des secteurs.

Pensez-vous que c'est facile d'investir dans les Daubasses ?

Si votre réponse est oui, reposez-vous la question en gommant toute idée de performance passée ?

Si votre réponse est non, demandez-vous pourquoi ?

Quand nous échangeons avec certains d'entre vous par email, nous avons l'impression que les chaos périphériques post 2008 ne sont pas à la hauteur de leurs attentes, sans doute trop faciles, pas assez voyants en terme de performance, voire pas spectaculaires. Nous n'allons pas revenir en détail sur nos investissements quand le chaos périphérique a bien eu lieu, mais juste les citer... 2011 (chaos sectoriel) : le photovoltaïque, les technos, les juniors minières aurifères, 2012 (chaos pays) les sociétés italiennes, le défaut possible de l'Italie contamine les sociétés italiennes.

Attardons-nous à présent un peu plus sur 2014-2015, et (chaos sectoriel) le pétrole qui est dans toutes les mémoires et que nous vivons en direct avec une majorité d'entre vous. Le Brent était à 119.14\$ le 8 février 2013 et il enregistre à ce jour un plus bas de 46.80\$ le 14 janvier 2015, pour remonter ensuite à 69.60\$ le 6 mai 2015.

Que disent les spécialistes / que faisons-nous ?

Le 14 avril 2014, les spécialistes ne disent rien de spécial (bien sûr ils ne parlent plus de Peak Oil et autres fins de l'or noir), le Brent oscille entre 108\$ et 110\$, nous achetons Hyduke Energy Service qui est simplement décotée. Le 9 septembre 2014, le Brent plonge sous 100\$ le baril et la chute va s'accélérer... Puisqu'on atteindra les 70\$ le 28 novembre. Les spécialistes conseillent de vendre, car cela pourrait aller plus bas. De notre côté, nous ne trouvons aucune société qui correspond à nos critères. Le 12 janvier 2015, le cours du Brent passe sous 50\$ et le restera... jusqu'au 29 Janvier. Les spécialistes nous expliquent que le

Edito

cours pourrait aller encore plus bas. Nous lirons même que certains n'achèteront pas avant 35\$ et surtout qu'il ne faut pas se presser car ce n'est pas prêt de remonter.

Nous sommes enfin heureux d'avoir trouvé des actifs tangibles décotés dans le parapétrolier et nous achetons Civeo le 3 février et renforçons Sprott le 16 mars. La remontée du cours a lieu et début mai le Brent a repris 47% par rapport à son creux de janvier. Courant avril et mai, les spécialistes sont divisés quand le cours du pétrole commence à remonter, certains disant que ce serait peut-être bien le moment d'acheter, alors que d'autres prétendent que cela va retomber sous 50\$. Et tous sont toujours d'accord pour dire qu'il ne faut pas se presser. Ouf ! Nous continuons à remplir nos cartons après de nombreuses et minutieuses recherches avec des parapétrolières et un holding décoté, et nous achetons donc dans la volée Thalassa, Enteq Upstream et Bonheur Asa.

Pensez-vous qu'il est psychologiquement plus facile d'acheter dans le chaos total ou dans un chaos périphérique ?

Dans cette bataille sans fin, le cash est d'une importance capitale. Il est primordial de disposer de cash à tout moment pour profiter des chaos périphériques et d'un maximum de cash dans un chaos total. Le chaos total est le seul moment où il est rationnel d'être investi à 100% selon nous.

Comment comptez-vous disposer de cash dans un chaos total sans arbitrer la moindre position de votre portefeuille ?

Nous reviendrons plus en détail sur l'avantage global de notre stratégie où notre *process* est l'axe central, mais où deux autres avantages importants existent également.

Avez-vous trouvé des leviers psychologiques importants dans le process que vous appliquez pour réagir de manière rationnelle et ordonnée dans une phase de chaos total, ou votre perte se chiffrera en plusieurs dizaine de %?

Nous avons souligné le mot « réagir » pour attirer votre attention sur le fait qu'un investisseur qui achète des actifs tangibles décotés ne peut pas rester pétrifié et attendre que cela remonte pendant et après une chute importante des marchés, du fait d'une situation de chaos total. Car c'est le moment d'acheter. Un moment unique.

Nous savons déjà ce que nous ferons lors du prochains chaos total des marchés... Et vous, que ferez-vous ?

Bonne réflexion à tous.

Edito

Ce mois de mai est négatif pour notre portefeuille avec une performance mensuelle de -0.40%.

Notre tracker le MSCI World enregistre sur le mois une progression de +2.03%.

Nous observons que sur nos 20 net-estate, 16 sont en recul sur le mois et dans nos minières/matières premières, hormis Silver Standard, tout est également en recul.

Mouvements mensuels

Nous avons effectué 3 mouvements au mois de mai. Tous d'abord, le 6 mai, nous avons vendu notre holding suédois Investor AB acheté le 29 décembre 2011, avec une plus value de 143.67% en euros, soit en 3 ans et 4 mois. La hausse a été assez régulière et nous avons pu suivre la société avec un stop loss pendant plusieurs semaines. Nous nous étions dit, quand nous avons commencé à investir dans la catégorie Diversification Value à la mi 2011, que les holdings seraient vendus lorsque le marché serait assez euphorique et haut. Historiquement, les holding cotent au-dessus de leur NAV dans des marchés très valorisés. Nous n'en sommes sans doute plus loin ou déjà en plein dedans.

Le 8 mai, nous avons acheté la société anglaise Enteq Upstream. Après Civeo, Thalassa et un renforcement de Sprott, Enteq Upstream vient à merveille compléter une diversification pétrolière et parapétrolière. Au-delà des chiffres et de sa décote, nous aimons particulièrement son côté technologique dans les matériaux de forage et plus particulièrement adapté au pétrole de schiste. Par contre, elle nous semble plus fragile que Civeo et Thalassa sur son portefeuille clients bien moins garni, même si elle possède quand-même quelques liquidité dans les tiroirs.

~~Le 15 mai, après plusieurs jours passés à retourner le marché, nous débusquions la norvégienne Bonheur Asa, un peu par hasard. Pour la petite histoire, c'est en fouillant dans le bilan de Ganger Rolf, la principale filiale de Bonheur, qui, après calcul rapide ne correspondait pas aux critères de décote et nous examinons les participations cotées pour voir à tout hasard s'il n'y a rien d'autre d'intéressant... Et c'est donc à ce moment-là que nous tombons sur notre Bonheur ASA! Mais il s'avère qu'il faut être un champion du rubik's cube pour dé mêler toutes les participations croisées et donner une valeur à la NAV du holding. Après quelques comprimés d'aspirines avalés à la hâte, nous sommes assez fiers de notre trouvaille pour au moins trois raisons.~~

La première, c'est la double casquette pétrolière-services pétroliers, combinés dans le même giron avec de l'énergie renouvelable (éolien). Vous savez sans doutes tous qu'un cours du pétrole bas rend aussi moins attractif le renouvelable. La seconde, c'est qu'avec ce premier constat, la somme des parties avec nos marges de sécurité forage-service pétrolier / renouvelable, vaut 103 NOK sur un total de 263 NOK, soit 40%. Dans l'ensemble de la diversification du holding, nous avons un double levier lorsque le prix du pétrole repartira à la

Edito

hausse sur le segment pétrole et renouvelable, pesant donc comme dit précédemment 40%. La troisième et dernière raison, c'est que nous sortons très largement des sentiers battus avec cette trouvaille. C'est, si l'on peu dire, depuis 6 ans et demi, notre marque de fabrique et notre principale originalité... Et nous éprouvons un immense plaisir à vous faire bénéficier de ce travail de recherche à prix d'ami.

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille au mois de mai est le suivant:

Top 3

- 1° Net Net : Zoom Telephonics : +170%
- 2° Net Estate : Thalassa : +29.90%
- 3° Net Estate : Natuzzi : +20.31%

Flop 3

- 1° Net Estate : Avalon : -34.17%
- 2° Net Estate : Hammond Manufacturing : - 13.88%
- 3° Net Estate : Gafisa SA : -13.79%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans de 2009 à 2014, Le portefeuille du club a dégagé 3.65% de performance moyenne sur les mois de mai . La performance de mai 2015 est donc inférieure à cette moyenne avec -0.40%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde négatif de -3 853.80€, avec deux achats et une seule vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 41 189.87 € et effectué des ventes pour 59 043.89€. Le solde achat/vente est donc négatif de -17 854.02 €. Nos liquidités on par conséquent augmenté et pèsent au 31 mai 19.36% du portefeuille.

Voici donc a présent le suivi par catégorie

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

- 1° Net-Estate : + 15.95% (sur le mois -2.70%)
- 2° Net-Net : + 8.31% (sur le mois + 3.33%)
- 3° Diversification Value : +1.87% (sur le mois - 2.37%)
- 4° RAPP : +1.79% (sur le mois +2.31%)

Nous voyons très clairement avec cette performance par catégorie, le recul important des Net-Estate et de la Diversification Value. Et également le sursaut des Net-Net et des RAPP.

Edito

La rubrique culturelle

Un premier article sur les valeurs de Sam Walton de Wall Mart : Apprendre sans cesse (souvent de ses compétiteurs). Un beau programme dans un livre qui donne envie d'être lu, pour ceux qui lisent l'anglais :

[Les valeurs qui ont permis à Sam Walton de bâtir Wal-Mart](#)

L'équipe des Daubasses voulait y organiser son prochain séminaire de travail... mais :

[La bière d'Orval est victime de son succès](#)

Une bulle, vous avez dit une bulle, arrêtez d'être pessimiste

[Cette société chinoise qui gagne 4.000% en 40 jours](#)

Le co-voiturage en Maserati, la colocation de jets privés... du jamais vu. L'heure est vraiment au partage !

[Yachts partagés ou villas échangées : les riches se mettent aussi au collaboratif](#)

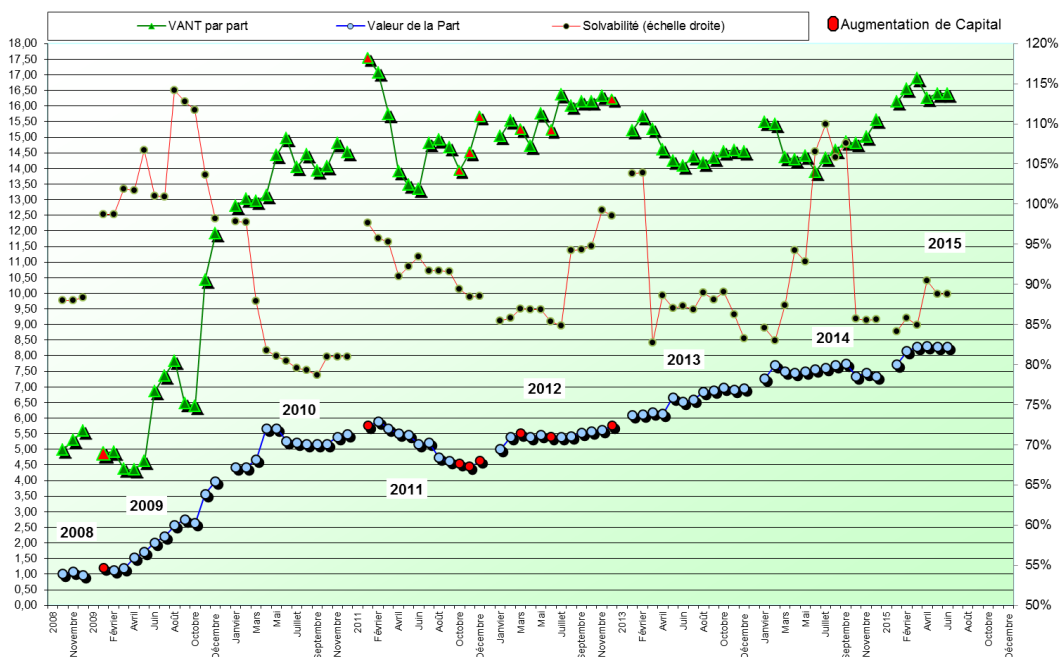
L'Equipe des Daubasses



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	
29 mai 2015	
Valeur d'une Part	8,28 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,40 €
Potentiel	97,98%
Solvabilité pondérée	88,80%
3,33% Pondération Max	12.032,97 €
Nombre total de positions	57
Répartition des Devises	
Euro	39,35%
Dollar Américain	37,90%
Livre Sterling	12,87%
Dollar Canadien	5,13%
Courone Suédoise	1,01%
Franc Suisse	2,82%
Variation des devises Yield	5,29%
Nombre de société vendue	111
Gain Moyen	2.385,52 €
Perte Moyenne	- 1.071,00 €
Société en Gain	77
Société en Perte	34
1 Euro investi a rapporté	5,04 €



Portefeuille

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

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

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	3	3	41%	Coast Distribution System	95%	3,09%	2	0	2	326%	Avalon	15%	1,16%
0	3	3	42%	Trans World Entertainment	550%	1,32%	2	3	5	259%	Exacompta - Clairefontaine	16%	2,13%
0	3	3	39%	Leeds Group Plc	122%	2,42%	0	3	3	52%	Gevelot	418%	4,46%
3	2	5	211%	Vianini Industria	0%	2,65%	3	3	6	143%	Irce	48%	1,25%
2	0	2	77%	Jemtec	-64%	0,23%	2	2	4	87%	Natuzzi	11%	2,27%
3	0	3	222%	BFS Entertainment&Multimédia	-46%	0,56%	1	3	4	61%	Peel Hotels	214%	4,67%
3	2	5	111%	MBL Group	7%	0,71%	2	3	5	80%	Loeb Holding	33%	1,49%
3	1	4	335%	Asian Pacific Wire & Cable	3%	2,53%	1	3	4	63%	Hammond Manufacturing	82%	1,31%
3	2	5	186%	Deswell Industries Inc	2%	1,69%	3	0	3	156%	Encre Dubuit	-1%	1,74%
3	0	3	252%	Vet Affaires	-47%	0,93%	3	0	3	204%	Dover Downs Gaming	15%	2,01%
1	2	3	28%	Velcan Energy	52%	0,64%	3	0	3	218%	I Grandi Viaggi	12%	0,94%
3	0	3	425%	Global Tech Advanced Inovation	-13%	0,79%	3	3	6	93%	SunLink Health System	64%	2,93%
0	2	2	-50%	Zoom Telephonics	338%	0,55%	3	0	3	168%	STR Holdings inc	-65%	0,16%
1	1	2	60%	Norcon Plc	55%	1,82%	0	3	3	38%	Skyline Corp	54%	1,42%
3	0	3	145%	Matica Technologies	-4%	1,71%	3	0	3	128%	Tecumseh Product	-13%	1,60%
3	0	3	179%	Gravity Corp Ltd	-24%	1,38%	3	0	3	147%	Signaux Girod	-11%	0,79%
3	3	6	55%	Emerson Radio	3%	1,68%	2	2	4	81%	Amrep Corp	49%	2,25%
3	1	4	87%	Enteq Upstream Plc	6%	1,05%	3	0	3	223%	Gafisa S.A.	-16%	1,52%
							3	2	5	133%	Civeo	31%	1,41%
							3	0	3	102%	Thalassa	51%	1,46%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	106%	Eastern European Property	-8%	0,63%	3	3	6	173%	GEA	-2%	0,85%
2	3	5	88%	Elephant Capital Plc	-33%	0,09%	3	3	6	145%	Bell AG	20%	1,33%
0	3	3	18%	Luxempart	41%	1,36%	3	2	5	154%	Global Sources Ltd	-9%	0,91%
3	3	6	304%	Dundee Precious Metal	-55%	1,34%	1	2	3	45%	FutureFuel	3%	1,05%
0	3	3	12%	Sofragi	44%	0,86%							
1	2	3	45%	(ADR) First Pacific Ltd	1%	1,13%							
1	3	4	35%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	17%	1,29%							
0	2	2	20%	Silver Standard Ressource	17%	0,63%							
3	3	6	101%	Argonaut Gold	-64%	0,45%							
3	0	3	78%	Sprott Ressources Corp	-30%	1,23%							
0	0	0	46%	Socfinaf	-19%	0,82%							
3	0	3	330%	Alamos Gold	-17%	0,79%							
1	3	4	64%	Great Eagle Holdings Ltd	29%	1,20%							
0	3	3	30%	Symphony International Holdings L	26%	1,16%							
1	3	4	46%	Bonheur ASA	-11%	0,90%							

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

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

Suivi des sociétés analysées

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Hors Portefeuille
0	0	0	72%	Paradise Inc
1	3	4	61%	AKER -A-
2	3	5	139%	Vianaini Lavori

News de nos sociétés



Aker Asa (Norvège) Ticker : AKER.OL

Cette holding pétrolière (que nous n'avons pas en portefeuille) fait preuve d'une bonne résistance en cette période plutôt chahutée pour le secteur (ce qui, finalement, n'arrange guère ceux qui chercheraient un prix « raplaplat » pour en acquérir quelques actions). La décote de holding est néanmoins de 39 % pour l'heure.

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

Le projet de fusion dont nous faisons mention le mois passé avance à bon pas. Elle devrait être effective fin du 2e trimestre. Avec les informations dont nous disposons actuellement, nous n'avons malheureusement pas encore d'opinion sur l'aspect positif ou négatif de la fusion pour les petits actionnaires d'Alamos. Sur le plan des activités, les projets turcs, qui constituent la principale valeur de la société, sont toujours en attente des autorisations nécessaires pour entamer leur développement.

Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI

La société américaine continue trimestre après trimestre à réduire ses pertes. Pour ce 3ème trimestre clos au 31 mars 2015, cette société technologique du secteur de la santé s'échange sur le marché largement en dessous de sa valeur net-estate que nous calculons pour 2,83 USD par action, pour un cours de 1,51 USD. Le potentiel sur la valeur net estate (VANE) est donc de +87% avec un ratio de solvabilité sur un excellent niveau de 89%.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

La mine d'argent annonce un nouveau tassement de son bénéfice qui s'établit, pour ce premier trimestre, à 0,01 CAS par action et ce, malgré une augmentation conséquente des volumes d'or vendus. Les coûts d'extraction restent à un niveau relativement élevés (du moins en fonction de nos exigences) à 735 USD l'once.

Asian Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Des ventes en baisse de 2 % et un bénéfice divisé par 10 à 0,04 USD par action. Tels sont les (médiocres) résultats de notre producteur asiatique de câbles. Selon la direction, la baisse des ventes est due à l'instabilité politique en Thaïlande

News de nos sociétés

et à une concurrence plus présente en Australie. La faiblesse du dollar australien a, quant à elle, pesé sur les marges bénéficiaires. La direction a également acté des réductions de valeur sur les stocks équivalentes à 0,17 USD par action (en raison de la faiblesse des cours du cuivre) et à titre de provisions pour créances douteuses pour 0,16 USD. Nonobstant ces différents éléments que nous espérons exceptionnels et malgré la baisse des ventes, le bénéfice aurait été pratiquement stable d'une année à l'autre.

La VANT se tasse à 10,74 USD.

Avalon (USA) Ticker : AWW

Un communiqué laconique, comme nous en avons l'habitude à présent, nous signale que la société a subi une perte de 0,27 USD au premier trimestre (vs 0,18 USD pour l'année précédente). La VANT s'établit à 10,10 USD. La marge d'appréciation théorique est donc toujours conséquente mais nous nous demandons si la direction permettra qu'un jour un quelconque catalyseur permette au cours de s'approcher de cette « juste valeur ».

Aviat Network (USA) Ticker : AVNW

Avec le rapport du troisième trimestre clôturé en avril, nous constatons que la VANT de la société est passée de 1.38\$ à 1.15\$, alors que le cours, au moment où nous écrivons ces news, oscille entre 1.16\$ et 1.19\$. Nous vendons donc virtuellement cette société que nous n'avons jamais détenu en portefeuille et nous ne la suivrons plus à partir du mois prochain.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

La société annonce qu'elle a obtenu un nouveau contrat avec l'un de ses clients qui ouvre un nouveau pipeline dans la région des sables bitumineux de l'Athabasca dans l'Alberta, au Canada. Ce contrat durera jusque fin mars 2016. 526 chambres et des installations récréatives vont être aménagées sur ce site.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

Le redressement de notre distributeur de pièces de rechange pour les véhicules récréatifs et les loisirs de plein air semble se poursuivre, très lentement mais relativement sûrement ...

Le chiffre d'affaires du 1er trimestre a augmenté de 15 % par rapport à l'année précédente et, ce qui nous semble positif, la direction attribue au moins une partie de cette hausse à des gains de part de marché. En outre, ceci s'est déroulé dans un environnement à priori peu favorable : mauvaises conditions climatiques, grève portuaire et faiblesse de l'USD par rapport au CAD.

La direction est optimiste et pense qu'elle pourra maintenir ce taux de croissance sur l'ensemble de l'année.

Un bémol tout de même, si la perte s'est bel et bien réduite par rapport à l'année dernière, on parle malgré tout toujours d'une perte (0,10 USD par action) ... hélas ...

Suite à cette perte, la VANT descend à 4,95 USD mais surtout, cumulée à l'augmentation des stocks de début de saison, la solvabilité se trouve tout près de notre minimum exigé de 40 %, à 42 % exactement.

News de nos sociétés

Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE

Le bilan du premier trimestre 2015 clôturé au 31 mars ne nous montre pas de changement notable dans la valeur patrimoniale de la société, avec une VANT de 3.46\$ en légère amélioration. Le chiffre d'affaires est en recul de 2.50% sur les trois premiers mois comparé à la même période de 2013. Les coûts liés aux jeux sont en recul de 4% et les coûts fixes sont également en recul de 7%. La société signe malgré tout une perte de 0.01\$ par action, alors qu'un an plus tôt sur la même période la perte était de 0.03\$ par action.

La direction nous explique que malgré l'effort effectué sur la réduction des dépenses, le premier trimestre de l'exercice se solde par une nouvelle perte due aux taxes de l'état sur les tables de jeux. Denis McGlynn, le CEO de la société, détaille ces réductions de coûts par la suppression de 10 emplois. Et il poursuit de cette manière : *« À la lumière de notre perte nette du premier trimestre et pour faire preuve de responsabilité envers nos actionnaires, nous annonçons aujourd'hui la réduction de nos activités de jeux de table non rentable . À compter du 18 mai, nous allons cesser les opérations de jeux de table du lundi au jeudi entre 2 heures et 8 heures. Cette action, que nous avons retardée aussi longtemps que possible, permettra d'éliminer 24 postes supplémentaires et de réduire notre exposition aux pertes de jeux de table. Ce qui devrait à terme améliorer la rentabilité de la société. Cette nouvelle n'est pas agréable à annoncer, mais malheureusement, à la lumière des faits, nous devons le faire. »*

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Comme nous l'avons vu le mois précédent, la production a été soutenue sur le T1 2015. Malheureusement, le cours de l'or a eu un impact négatif : 6% en dessous des niveaux de 2014 avec une moyenne de 1 220 USD l'once au T1 2015 vs 1 293 USD l'once au T1 2014. Ainsi, le chiffre d'affaires a baissé de 15% sur les trois premiers mois de l'année comparés au T1 2015, et atteint 64,9 M USD. La perte trimestrielle atteint -3,1 M USD à laquelle il faut de nouveau attribuer une perte financière de 1,5 M USD liée aux warrants et couvertures. Les coûts d'extraction ont fortement baissé (-37%) à 357 USD l'once vs 563 USD l'once au T1 2014, du fait d'un dollar plus fort (coûts en devises locales), des réductions des coûts réalisées (frais généraux, électricité et main d'œuvre) ainsi qu'une plus forte concentration d'or.

Le ratio de solvabilité ressort à 81%. Cet excellent niveau s'explique essentiellement du fait de l'endettement très limité de la société minière. Par ailleurs, nous ne remarquons aucune tension particulière sur la trésorerie, puisque l'entreprise a une trésorerie disponible de 182 M USD (liquidités propres + lignes bancaires non tirées).

Enfin, en faisant tourner nos modèles de valorisation maison, le potentiel estimé ressort à 7,01 CAD. Nous avons en effet revu les dépenses de CAPEX à la baisse en se méfiant sur la borne haute des prévisions de la société.

Il n'y a plus qu'à attendre que quelque chose se passe (en fait, ce quelque chose, ce soit être une hausse des cours de l'or !). La minière ultra low-cost est en marche.

News de nos sociétés

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

La société immobilière (en fait, un fonds fermé coté) continue de céder ses actifs. Premièrement, l'actif Nils Passaj à Istanbul pour une valeur de 250 000 USD, conformément aux évaluations des dernières données comptables. Et deux bureaux du complexe Nils Passaj property à Istanbul pour 275 000 USD et 250 000 USD, également en ligne avec les estimations fournies dans les derniers bilans comptables.

Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L

Le *Board* a changé avec l'arrivée de Vincent Campbell en tant que directeur non exécutif et secrétaire général du fonds. Agé de 63 ans, il a un historique impressionnant en gestion de fonds fermés.

La NAV au 28 février (rapport semestriel) a été publiée. Elle est de 36 GBp, soit le double du cours actuel. Les faits significatifs de la période sont :

- d'abord le rachat et l'annulation de 5 000 000 de titres à un cours de 0,20 GBp. Ce qui a donc relué tous les actionnaires restants à bord. Cette opération n'est pas prise en compte dans la NAV puisque l'opération a eu lieu en mars, soit après la date de clôture des comptes semestriels.
- ensuite, la vente de la dernière participation cotée. Désormais le principal actif est la participation dans Air Works India. Les plus fidèles abonnés se souviendront que cette participation avait été renforcée fin 2011. La société spécialisée dans la maintenance aéronautique indienne se porte comme un charme, compensant les déconvenues dans les participations dans les sociétés de Cricket et de média Amar Chitra Katha.

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ

Fait rarissime dont nous ne pouvions passer à côté. Votre équipe de serveurs, des inconditionnels de l'Orval - bière trappiste belge pour les non initiés - a eu l'heureuse surprise de constater que dans une de leurs communications institutionnelles envers leur prospect, l'équipe commerciale invite tout un chacun à venir discuter technique de forage avec eux. Mais pas que... En effet, les salariés d'Enteq Upstream annoncent clairement la couleur. Puisqu'ils proposent d'écumer quelques bières en leur compagnie lors du prochain salon pour se détacher un peu de l'univers austère du Drilling pendant quelques minutes. Des pratiques commerciales que nous approuvons à 100% !

FutureFuel (USA) Ticker : FF

La diminution du poids des biocarburants se confirme et nous le constatons avec une baisse du chiffre d'affaires de 34 % ! Excusez du peu ... Mais le département « sous-traitance en chimie » prend parfaitement le relais et ce, avec des marges nettement plus élevées. La preuve ? Le bénéfice par action qui augmente au cours du premier trimestre 2015 : il passe de 0,14 USD à 0,19 USD par action.

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

Depuis le dernier rapport, nous constatons que la société a racheté puis annulé 24 millions d'actions (correspondant à 6% de son capital) et qu'elle a procédé à

News de nos sociétés

un nouveau programme de rachat d'actions portant sur 10% du capital et au maximum sur 10,9 millions d'actions. Depuis fin 2013, ce n'est pas moins de 15,2% du capital qui a été annulé.

En parallèle, les discussions sur la cession de la filiale Tenda suivent leur cours. Pour l'instant aucune offre intéressante n'a été proposée qui intéresse Gafisa mais le management reste ouvert à toute opportunité qui créerait de la valeur pour l'actionnaire.

Au niveau de l'activité de promotion, les ventes sont en hausse de +20% par rapport au T1 2014. Gafisa représente 65,5% de l'activité et Tenda 34,5%. La marge brute augmente de 4 points par rapport à la même période de l'exercice précédent, atteignant 34,5%. Avec une économie de 14% sur les frais généraux (et cette tendance est appelée à s'amplifier), l'EBITDA explose de +264% pour atteindre 519 M BRL. En bas du compte de résultat, le bénéfice du trimestre ressort ainsi à 31,7 M BRL, sans comparaison avec le 31 mars 2014 qui s'était soldé par une perte de -39,8 M BRL. Enfin, Gafisa a encore 36 projets sous construction, dont 32% devraient être livrés sous 1 an, 46% entre 1 et 2 ans et 22% dans plus de 2 ans.

Ces bons résultats et les actions annulées se traduisent aussi dans le bilan. La VANT augmente de +9,6% à 4,84 USD par ADR, ce qui représente un potentiel supérieur à 200%. La solvabilité reste correct à 49,3%. Un élément à ne pas perdre de vue, car le levier dans la promotion immobilière peut devenir rapidement fatal.

Aujourd'hui, hormis l'exotisme de la place (Brésil), la décote sur les actifs, le bon alignement des dirigeants avec les actionnaires via leurs rachats d'actions, la rentabilité ainsi que la cerise sur le gâteau représentée par la cession potentielle de Tenda nous permettent de dormir sur nos deux oreilles. Et comme dirait l'illustre Walter Schloss « quelque chose de bon pourrait se passer ».

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

De ce que nous comprenons, le président et fondateur Merle Allan Hinrich détient 45,87% des actions de Global Sources et souhaiterait vendre une partie de ses titres, soit 6 000 000 d'actions. Ce qui réduirait sa part à 26,02% du capital. Quand on connaît l'âge du capitaine, il est facile de comprendre la manœuvre. Notre brave homme a en effet 71 ans.

Au niveau opérationnel, la comparaison du T1 2015 avec le T1 2014 est biaisée car le salon « Shenzhen International Machinery Manufacturing Industry » qui a eu lieu l'année dernière en mars 2014 (et donc au sein du T1) aura lieu cette année sur le deuxième trimestre. Il y a donc un effet décalage de revenu qui impacte directement l'activité qui baisse de 12,3 M USD (-35,5%) à 22,2 M USD, expliqué essentiellement par ce salon pour 8,6 M USD et le solde de la baisse s'explique par une diminution des revenus de services media. Après prise en compte des charges et des amortissements, la perte ressort à -2,1 M USD.

Néanmoins, notre RAPP s'en sort pas mal, car elle profite à plein désormais de la réduction du nombre d'actions en circulation et de la bonne gestion de la trésorerie (pour rappel, les amortissements comptables n'impactent pas la trésorerie du Groupe, même s'ils impactent les résultats). Ainsi, notre cours cible

News de nos sociétés

progresses de +3,3% à 13,41 USD et il représente un potentiel de +154% par rapport au cours de clôture du mois de mai à 5,27 USD.

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

Les résultats du premier trimestre continuent à refléter les effets positifs d'un dollar américain fort, du moins sur le plan opérationnel comme en atteste le rapport financier avec un chiffre d'affaires en hausse de 25 % et un résultat opérationnel en hausse de 40 %. Malheureusement, des pertes de change ramènent le bénéfice net par action au même niveau que l'année dernière, à 0,07 CAD.

Mécaniquement, grâce à ce profit, la VANT prend de l'embonpoint et s'élève à 3,44 CAD.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

L'exploitant italien de villages de vacances fait part de son intention de procéder à une augmentation de capital (les pertes répétitives risquant de mettre à mal la solvabilité de la société). L'actionnaire majoritaire a déjà fait part de son intention de souscrire à l'augmentation de capital et il semblerait que cette opération soit précisément réservée aux actionnaires actuels. Nous attendons les conditions exactes avant de décider d'une éventuelle participation.

A noter que parallèlement s'opérera un regroupement des actions existantes à raison de 1 pour 10.

Imation (USA) Ticker : IMN

La société signe un premier trimestre 2015, clôturé au 31 mars, en demi-teinte. La valeur patrimoniale est en recul à 3.55\$, le cours de 4.72\$ a donc atteint la VANT, nous vendons donc virtuellement cette société que nous n'avons pas détenu en portefeuille et nous ne suivrons plus la société à partir du mois prochain.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Le premier trimestre 2015 commence sur une bonne tendance, l'activité étant en hausse de +1,4% vs. T1 2014 à 92,8 M EUR. La faiblesse du marché européen a été plus que compensée par la reprise des ventes au Brésil. Dans le secteur du câble, le marché italien semble se réveiller après des années de baisses. L'EBIT est en forte hausse (multiplié par x5) à 1,3 M EUR et le résultat net double à 2,46 M EUR. L'écart entre le résultat opérationnel et le bénéfice est le fruit des produits financiers.

Nous notons également une excellente nouvelle, puisque la société a commencé à racheter ses actions en y consacrant pas moins de 1 M EUR.

Toutes ces bonnes nouvelles se traduisent dans le bilan. La VANT est en hausse de +1,4% à 4,85 EUR, ce qui représente un potentiel de +145%. La société cote toujours largement sous sa valeur net-estate de 3,64 EUR par action. Enfin, la solvabilité reste très bonne à 57%.

News de nos sociétés

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Nous avons reçu notre dividende métronique de 4,90 CHF par titre participatif (brut). Le dividende est en hausse de +11,4% par rapport à 2014.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Le rapport de gestion trimestriel nous rappelle le rachat de 10 % des actions propres dont nous faisons mention dans notre lettre de février, mais également de plusieurs investissements en *private equity* en Belgique et en Allemagne.

Ces acquisitions font fortement augmenter la part du non-coté dans la valeur totale de Luxempart : suivant nos évaluations, 41 % du portefeuille de Luxempart n'est pas coté en bourse. Le solde du portefeuille se répartit entre les participations cotées (40 %) et de la trésorerie (19 %).

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Le rapport annuel 2014 (clôture au 31.12.2014) est toujours manquant à l'appel. Ce qui est relativement stressant, puisque nous arrivons sur juin...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Les résultats du 1er trimestre du fabricant de salons « haut de gamme » sont encourageants même si cela nous semble encore largement insuffisant. Néanmoins, on peut se réjouir de la hausse du chiffre d'affaires de 24,6 %. La perte d'exploitation est divisée par 2 mais, en raison d'effets de change défavorables, la perte reste au même niveau que l'année dernière à 0,20 USD par action. La VANT s'établit à 3,55 USD mais la VANE est supérieure à 4,32 USD.

Paradise (USA) Ticker : PARF

Le premier trimestre de la société clôturé au 31 mars, définit la valeur patrimoniale à 43.44\$. A trimestre comparable un an plus tôt, les ventes sont en baisse de 12%. La perte de 0.83% comparée à la perte de 0.31\$ de mars 2014 a donc plus que doublé.

Nous connaissons depuis pas mal de temps la cyclicité de notre confiseur qui réalise une grande partie de son chiffre d'affaires en hiver. Mais il est clair que ce résultat trimestriel assez mauvais avec la comparaison à trimestre comparable, n'est pas dû à la cyclicité de l'activité. Après recherche de la cause de cette perte, nous avons trouvé une explication de la direction, qui nous parle d'un recul de 24% du chiffre d'affaires sur le segment emballages plastiques. Celui-ci, qui devait compenser l'effet cyclique de la confiserie, voici plusieurs années, ne joue définitivement pas le rôle escompté par la direction. Au contraire, il semble tirer la société vers le bas. Si nous examinons le chiffre d'affaires par segment, nous constatons à trimestre comparable, que la confiserie est en progression de 28%! Nous pensons à ce stade que la société pourrait rencontrer quelques problèmes car le segment plastique, qui a grossi en terme de chiffre d'affaires, représente aujourd'hui 63%. Mais il génère des pertes. A terme, ce déséquilibre grandissant ne nous semble pas tenable. Et nous ne voyons nulle part un petit mot de la direction, pour remédier à ce problème... L'affaire est donc à suivre.

News de nos sociétés

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Nous avons encaissé en mai le premier dividende depuis que nous avons Peel Hotels en portefeuille (4 ans !) d'un montant brut de 1,50 GBp par action.

Rubicon (USA) Ticker : RBCN

Le bilan du premier trimestre clôturé au 31 mars 2015 nous montre une VANT en baisse à 6.89\$ par action. La valeur net-net est de 2.80\$ et la valeur net-estate de 4.10\$. Le chiffre d'affaires est en baisse de 37%. Le coût des produit est en baisse de 34%. Les coût fixes sont en baisse de 13%. Tout ceci par rapport au même trimestre en 2014. Au final, la société signe une perte de 0.32\$ à comparer à la perte de 0.43\$ de fin mars 2014.

Si les choses ne sont déjà pas trop roses dans le bilan, il s'ajoute un peu de rouge au tableau avec la class action déclenchée par le cabinet d'avocat Levi & Korsinsky LLP, représentant tous les actionnaires qui ont participé à l'introduction en bourse de la société (IPO) et qui reproche à la direction de ne pas avoir présenté les risques liés à l'activité de la société pouvant avoir un impact négatif!

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Avec la publication des comptes semestriels arrêtés au 31 mars 2015, nous apprenons qu'au niveau du périmètre, Signaux Girod est en cours de cession de TSS Invest (France) au plus tard le 30 septembre 2015. Côté acquisition, le groupe s'est renforcé de 25% dans la société IRS (Royaume-Uni) au 1er janvier 2015 portant ainsi sa participation à 75%. Peut être pas une mauvaise idée pour surfer sur le dynamisme d'outre-Manche.

Au niveau des chiffres, nous constatons à notre plus grande satisfaction (et étonnement) que la société a généré des flux de trésorerie importants expliqués par une réduction importante du poste client (près de 10 M EUR). Ce qui a permis à la société d'augmenter sa position de trésorerie et de réduire son endettement. Ce sera tout pour les bonnes nouvelles. La réalité opérationnelle est toute autre, puisque l'activité est en baisse de -17% vs S1 2014 (la situation s'est encore dégradée par rapport au T1). Le résultat opérationnel accuse le coût à - 3 M EUR, et la perte atteint -2,3 M EUR... Fidèle à ses bonnes paroles, le management explique en long et en large que l'activité est hyper cyclique, la saisonnalité faisant que la première partie de l'année est mineure comparée au second semestre. Morceaux choisis : « *L'activité retrouve son plein régime à partir de mai et juin (...)* », « *La signalisation horizontale est soumise au même cycle que la signalisation verticale (...)* », « *L'activité de mobiliers de fleurissement, quant à elle, réalise l'essentiel de son chiffre d'affaires sur la période « printemps-été » (...)* ». Quand on lit tout ça, on se demande si c'est la même entreprise, qui sur la même période de l'année précédente a réussi l'exploit de générer un résultat opérationnel de +1,1 M EUR, soit 43% des résultats opérationnels annuels !?

Le management n'en est pas à ses premiers coups de flûte. Cela en devient presque amusant... On se demande ce qu'ils vont inventer pour la prochaine publication.

News de nos sociétés

Heureusement que nous avons les actifs en collatéraux, sinon nous ne dormirions pas tranquille avec les seules perspectives et explications de la direction. Aussi, même si la VANT est en baisse de -5,8% à 50,72 EUR, le potentiel sur cette VANT représente près de +150% au cours actuel. La solvabilité est également correcte à 64%. Bien au dessus des 40% que nous exigeons.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Transfert de cash au sein du portefeuille daubasses ! En effet, nous apprenons que Silver Standard vient de recevoir le solde du produit de la vente du projet San Augustin à Argonaut.

Ce solde représente 0,21 CAD par action. Outre cette nouvelle, nous constatons que les résultats du 1er trimestre sont très encourageants : la société redevient bénéficiaire à 0,11 CAD par action.

Les coûts de production semble bien maîtrisés : comme la direction nous l'avait promis, les frais d'extraction pour Marigold poursuivent leur baisse continue, à 612 USD l'once et la mine de Pirquitas fournit de l'argent moyennant décaissement de 11,25 USD l'once d'argent.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : SOC

Notre société de plantation est confrontée aux problèmes inhérents aux entreprises investissant sur les marchés « frontières ». Ainsi, nous apprenons que depuis fin avril, la filiale camerounaise Socapalm est victime d'exactions telles que le blocage des accès aux sites de production, l'agression physique d'un directeur local et le vol par bande de productions de la société. Ces actions sont le fait de groupes qui se réclament d'une association dénommée SYNAPARCAM et disent agir contre « les accaparements de leurs terres par les groupes BOLLORE et SOCFIN » ? La direction tient à préciser que d'une part, elle n'est pas propriétaire des terres qu'elle exploite au Cameroun mais au contraire, elle les loue à l'état sous forme de baux emphytéotiques. Elle ajoute aussi que Socapalm a, depuis sa privatisation en 2000, au contraire rétrocédé pour plus de 20 000 hectares de baux emphytéotiques à l'Etat.

Bref, même si Socapalm n'est pas le plus gros actif de Socfinaf, ces événements nous rappellent qu'investir dans des pays « frontières » n'est pas de tout repos pour les actionnaires, ni même pour la direction.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

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

52.20% d'actions

24.40 % d'obligations

23.60% de liquidité ou placement court terme

Au 30 avril 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

48.50% d'actions

25.08% d'obligations

25.07% de liquidité ou placement court terme

Nous observons sur le mois d'avril une diminution de la poche actions. La direction explique qu'elle a allégé les sociétés sensibles à une remontée des taux US

News de nos sociétés

comme Veolia ou encore Publicis et Microsoft. La poche obligataire n'a pas subi de changement et les liquidités sont en hausse.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Nous sommes assez dubitatifs devant le communiqué trimestriel de notre holding. Si, fort logiquement, la direction nous explique que la baisse du prix des énergie a induit une baisse de valorisation des participations actives dans ce secteur, nous ne comprenons pas trop les contradictions dans la suite du discours.

Ainsi, nous pouvons lire que la « direction reste confiante dans les fondamentaux à long terme pour le secteur de l'énergie » mais un peu plus loin que « la direction est actuellement concentrée sur l'aide à apporter aux sociétés du portefeuille » ... Drôle de confiance si les sociétés du portefeuille ont besoin d'aide. Elle nous dit aussi « qu'elle demeure engagée à racheter des actions propres pour annulation quand elles se négocient à un escompte significatif à NAV » ... mais ne le font pas alors que la décote atteint 50 % !

Ces contradictions nous semblent pour le moins heu ... comment dire ... disons ... étranges ...

STR Holding (USA) Ticker : STRI

A 2.97\$, la valeur patrimoniale de la société est en recul sur le premier trimestre 2015 clôturé le 31 mars. En recul aussi la valeur net-net de 1.62\$ et net estate de 2.35\$. Sur les trois premiers mois de l'année, comparé à 2014, les ventes sont en reculs de 26%. Même si les coût fixes sont en recul de 13%, la société signe une perte de 0.14\$ par action.....

La direction semble toujours euphorique après l'entrée au capital de la société chinoise Zhenfa, mais nous ne voyons rien de tangible pour le moment dans le bilan permettant de constater un mieux. Et vous savez sans doute depuis que vous nous connaissez que les beaux et longs discours ne nous impressionnent guère.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSI

Le troisième trimestre clôturé au 31 mars 2015 nous montre une valeur patrimoniale en baisse à 2.80\$. Nous n'avons toujours pas d'informations sur la vente de l'Hôpital Fullton et nous devons sans doute attendre le rapport annuel de juillet pour faire un point sérieux sur la valeur net-estate de la société. Sur les 9 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires est en recul de 2%. Et le profit sur l'activité courante est de 0.06\$ par action.

Tecumseh (USA) Ticker : TECU

Le premier trimestre de la société clôturé le 31 mars 2015, n'est pas terrible du tout. La valeur patrimoniale est en recul à 6.79\$. et la valeur net-estate également à 4.54\$. Par rapport au même trimestre de 2014, les ventes sont en recul de 12%. Le coût des produits est lui aussi en recul de 14%. Les frais fixes sont stables. La société signe une perte hors élément exceptionnel de 0.16\$ par action, au lieu de 0.42\$ voici un an sur le même trimestre. La mauvaise nouvelle de ce rapport c'est surtout le fait que la solvabilité de la société est passée sous

News de nos sociétés

nos 40% autorisés par notre *process*, à 35.67%. Conformément à celui-ci, nous mettons la société sous observation jusqu'au rapport du 31 mars 2016, date à laquelle nous vendrons si la solvabilité n'est pas repassée au-dessus de 40%. Voyons à présent ce que dit la direction. Dans un premier temps, elle semble satisfaite du trimestre où elle a réduit les pertes par rapport au même trimestre 2014. Ensuite le CEO Harold Karp nous explique que la direction et le conseil d'administration ont travaillé de concert sur un plan de restructuration général pour un changement dans les produits et un nouveau modèle d'exploitation de la société. Le problème c'est que les coûts de financement engendrés par cette restructuration seraient assez élevés et auraient pour conséquence d'affaiblir encore plus le bilan de la société (nous l'avons vu déjà pas mal endettée) et feraient courir un risque de dilution pour les actionnaires (pas d'autres explications). Dans l'intérêt des actionnaires, la direction et le conseil d'administration ont donc décidé de réviser ce plan de restructuration et de se concentrer sur l'amélioration de l'activité, la qualité des produits et le lancement de nouveaux produits.

Nous comprenons absolument la difficulté de restructurer une société qui est active à l'international, mais nous devons avouer que nous n'apprécions pas trop la communication de la direction, qui aurait d'abord pu se passer de sa satisfaction d'avoir produit une perte sur le trimestre, fut-elle réduite par rapport au même trimestre voici un an. Ensuite, nous jugeons les arguments de rejet du plan de restructuration cohérents, même si nous aurions apprécié plus de transparence avec quelques chiffres. Enfin, nous restons un peu sur notre faim quant à la direction future des événements.

Vous l'aurez donc compris, l'affaire est à suivre de près.

Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L

Deux faits marquants, le jour même et quelques jours après notre achat de la société à 42,2 GBp. Tout d'abord la bonne nouvelle, qui a permis de répondre à une des interrogations que nous avons justement soulevées lors de notre analyse : est-ce que la société va réussir à signer de nouveaux contrats ? La réponse est « oui », puisqu'elle a signé un contrat de fourniture de données sismiques avec la société norvégienne cotée TGS-NOPEC dans le Sud-Est de la mer de Barents. Un contrat minimum de 3 mois.

Du côté des mauvaises nouvelles, la société a annoncé qu'elle va passer en perte une créance de 3,3 M USD (!) pour un travail qu'elle a fourni auprès de la société russe JSC Sevmorgeo en 2013 en Equateur. Même si le management se dit confiant dans la résolution de cette mésentente à l'amiable, car la filiale de Thalassa qui est en pourparlers actuellement, travaille depuis plus de 19 ans avec des clients russes, dont Sevmorgeo. En attendant, avant de revenir sur le marché russe, Thalassa va attendre que les tensions politiques actuelles s'apaisent.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Le rapport annuel de la société nous montre une belle dynamique dans la réalisation de projets dont certains sont sur le point de démarrer. La construction d'une centrale, soit en Indonésie soit au Laos, devrait avoir lieu en 2015.

News de nos sociétés

Au niveau du bilan, la valeur patrimoniale de la société est en augmentation à 17.44€. Au niveau compte de résultats, les ventes d'électricité se maintiennent au niveau de l'année 2013, sur la centrale brésilienne. Il est quand même important de ne pas se leurrer avec les profits net de 1.01€ par action, comparés à une perte de -0.68€ en 2013 puisque ces profits viennent principalement de placements financiers dû en partie au change € / USD.

Nous ne voulons pas faire la fine bouche, mais juste rester lucide sur le dossier et donc objectif. De notre point de vue, la solidité financière de la société s'est donc légèrement renforcée en 2014 : Velcan dispose par exemple d'une trésorerie de 6.92€ par action et son endettement total est de 0.67€ par action. Ce qui va lui permettre de réaliser ses projets de construction de centrale hydro-électrique dans de bonnes conditions. Nous ne serons donc pas entièrement positifs sur cet investissement avant le démarrage de la prochaine centrale, les détails de financement et les détails des accords avec les gouvernements qui lui auront donné les autorisations et leurs participations.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Le rapport financier 2014 confirme la piètre estime dans laquelle nous tenons la « direction daubasse » de la société, à tout le moins sur la manière dont la société a été gérée au cours de ces 3 ou 4 dernières années. Mais cette fois, c'est sûr : la direction nous promet qu'elle met en œuvre une stratégie « bien tracée pour les trois prochaines années ». Même si trois ans ça ne nous paraît pas excessivement long comme vision d'entreprise, reconnaissons que, vu de Vet'Affaires, ça devrait être d'une stabilité bien ennuyeuse ... si toutefois le cap est effectivement tenu sur cette durée ...

Revenons sur 2014 ... qui est encore pire que 2013 ! La perte par action explose à 8.78 euros (vs 5,05 en 2013). Fort logiquement, la VANT s'écroule à 15,55 euros. Et dire que la direction nous annonce un premier trimestre 2015 du même tonneau que l'année 2014 ... avant un hypothétique redressement !

Mais au delà du rapport financier, on dirait que les choses bougent un peu. Rappelez-vous : le mois dernier, nous demandions ce qu'attendait Michel Baule pour « secouer le cocotier » ... Et bien, il n'aura pas fallu attendre longtemps : voilà que nous apprenons que celui-ci a convoqué une Assemblée Générale extraordinaire afin de demander une opération de consolidation pour Vet'Affaires. En résumé, Eximium, la holding au travers de laquelle Michel Baule exerce son pouvoir d'influence dans les différentes *small caps* dans lesquelles il est investi, souhaite chercher à pousser Vet'Affaires à réaliser une opération financière avec un autre acteur pour sortir de l'ornière dans laquelle elle est enfoncée. Ceci traduit aussi le fait que Monsieur Baule n'a guère confiance dans le 5^{ème} plan concocté par la direction et a sans doute les mêmes doutes que nous sur le sujet.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Le résultat opérationnel du 1^{er} trimestre redevient positif à 321 000 euros (vs une perte de 80 000 euros l'année précédente). La direction explique que la société continue de souffrir de la contraction des commandes des pouvoirs pu-

News de nos sociétés

blics. Néanmoins, le carnet de commandes représente toujours entre 6 et 7 années d'activité.

Nous avons également mis à jour notre calcul de la juste valeur du conglomérat suite à la mise à disposition du rapport financier complet et en fonction des cours de bourse au 28/05 des participations cotées. La juste valeur se répartit comme suit :

- + cash = 1,06
- + travaux en cours (avec décote 50 %) = 0,36
- + créances (avec décote 15%) = 0,78
- + immeuble (avec décote 20%) = 0,05
- + dépôt de cautionnement = 0,32
- + Autostrada Tirrenica (vendue début 2015) = 0,58
- + autres participations non cotées (avec décote 20%) = 2,74
- + Cementir (au cours de bourse) = 5,62
- + Generali (au cours de bourse) = 0,45
- + Acea (au cours de bourse) = 4,54
- + Unicredit (au cours de bourse) = 0,60
- passif = -2,82
- TOTAL = 14,28

Vous pouvez donc constater, cher(e) lecteur(trice) le niveau auquel nous estimons la juste valeur de la société (en prenant, en plus, des marges de sécurité). Et pourtant, nous apprenons que la famille dirigeante compte lancer une OPA au cours de ... 6,80 euros, soit moins de la moitié de la juste valeur. Franchement, nous assistons là à ce qu'on pourrait qualifier « d'abus de position d'actionnaires dominants ». Nous n'avons pas Vianini Lavori en portefeuille mais bien sa « soeur », Vianini Industria ... et il se fait qu'il est question de lancer également une OPA sur cette société. Nous osons espérer que ce sera à un prix plus honnêtement établi pour les actionnaires minoritaires ...

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Bis repetita sur l'activité du T1 2015, qui comme nous en avons l'habitude génère parfois des légères pertes, parfois des légers bénéfices. Nous n'en avons fi, nous préférons calculer la valeur patrimoniale de la société comme suit. En voici l'inventaire, par action :

- + cash = 0,98
- + stocks = 0,06
- + créance (avec décote 30 %) = 0,26
- + immobilier valeur acquisition (décote 20 %) = 0,55
- + Parted (décote 20 %) = 0,51
- + Cementir (cours de bourse) = 0,53
- + Generali (cours de bourse) = 1,06
- passif = -0,33
- TOTAL = 3,63

Et tout cela, pour la modique somme de 1,27 EUR, soit une décote de 65%, ou encore, un potentiel de +186%. Voilà, pour le côté « pile » de la médaille. Le joli côté. Passons maintenant au revers de la médaille...

News de nos sociétés

Dans l'univers Vianini et toute la galaxie familiale Caltagirone, je demande Vianini Lavori. Et comme vous l'avez lu ci-dessus, la société fait l'objet d'une OPA de la famille. Dans un premier temps, on dit « youpi ! ». Et puis, une fois l'émotion positive passée, on a un peu la gueule de bois... Nous estimons la société à plus de 14 EUR par action, et il est proposé aux actionnaires un prix de... (roulement de tambour...) 6,8 EUR par action. Au vol !

Est-ce que le même sort sera réservé aux actionnaire d'Industria ? C'est malheureusement probable. Si on divise notre valorisation par 2 (puisque apparemment, c'est la méthode de valorisation retenue pour l'OPA en cours), nous atteignons les 1,81 EUR. Ce ne serait qu'une prime de +42%. Bien loin des +186%.

Ajoutons à cela les rumeurs d'activités mafieuses sur des enfouissements de déchets toxiques opérés par la société... Et l'addition semble salée. Nous suivons cette affaire avec un optimisme modéré...

Viel (France) Ticker : VIL.PA

Le holding qui investit dans les services financiers n'en finit pas d'aligner les bonnes nouvelles, avec l'annonce d'une hausse du chiffre d'affaires consolidé du premier trimestre, de 15 %.

Zoom Telephonics (USA) Ticker : ZMTP

Le premier trimestre clôturé au 31 mars, ne dévoile pas grand changement au niveau patrimonial. La VANT est toujours de 0.27\$ par action. Le chiffre d'affaires de la société est en recul de 3%. Grâce aux coûts des produits en recul de 5% et aux coûts fixes en recul de 15%, la société génère un revenu opérationnel positif alors qu'il était négatif voici un an. Le profit net est également très légèrement positif.

Le CEO Franck Manning décrit la situation : « *Nous sommes encouragés par l'amélioration de notre résultat d'exploitation. Nous avons fait un bon travail de réduction de nos dépenses, et nous allons poursuivre nos efforts visant à accroître les revenus et les profits. En 2015, nous espérons améliorer significativement les résultats grâce à de nouveaux lancements de produits et à la croissance des ventes de modems câble, les modems cellulaires et les routeurs .* »

En gros, le CEO nous semble coller à son bilan sans la moindre information supplémentaire.

En fait la véritable information est tombée le 18 mai et cette information a fait bondir le cours de 80%, à 0.36\$ en 2 jours. Ensuite la société a pris 20% par jour pendant plusieurs jours, pour atteindre un cours de 0.53\$ au moment où nous rédigeons ces news. La société vient de signer un contrat de licence exclusive avec Motorola Mobility LLC pour lui fournir tout ses produits à partir du 1er janvier 2016 jusqu'au 31 décembre 2020. C'est donc le fameux « quelque chose de bien » cher à Walter Schloss qui est arrivé à Zoom Telephonics. Et les chances que notre investissement soit gagnant viennent d'être multipliées par 10!

Analyses de société

Enteq Upstream Ltd

(London Stock Exchange : NTQ / ISIN : GB00B41Q8Q68)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



Enteq Upstream est une société australienne dont le siège social est localisé au Royaume-Uni. Les actions de l'entreprise sont cotées sur l'Alternative Investment Market du London Stock Exchange depuis la création de la société, soit en juin 2011.

Enteq a été fondée par des anciens managers de Sondex (société rachetée par General Electric pour 600 M USD) qui était spécialisée dans la mesure lors des forages (MWD en anglais, pour *Measurement While Drilling*).

Et cela tombe bien, car c'est exactement le métier d'Enteq qui fournit, à ses clients industriels du pétrole et du gaz, son expertise dans les systèmes de forage et de pièces et composants connexes. La société s'est introduite en bourse pour réaliser une acquisition externe. Chose faite, puisqu'elle a ainsi pris possession de la technologie de MWD : Enteq XXT, qui permet de forer dans des conditions extrêmes de température, vibrations, ... tout en récupérant des données en temps réel par un système développé en interne pour optimiser la production et réduire les coûts. Le MWD évolue sans cesse grâce à une équipe de R&D dédiée.

Plus basiquement, Enteq a une activité de matériaux hyper techniques développés spécifiquement pour le forage, et intervient donc à travers ses produits dans le cycle du pétrole, soit dans le forage lors d'explorations de nouveaux puits, soit dans le forage de production (typiquement le pétrole de schiste).

La société emploie une centaine de salariés.

Avec ces deux activités, vous aurez compris cher(e) abonné(e), que Enteq est un acteur 100% lié au secteur *Oil & Gas*. Mais dans des domaines d'expertise autres que nos précédents investissements : les complexes immobiliers sur site pour Civeo ; l'acquisition de données sismiques pour Thalassa, et la production / exploration pétrolière directe pour Sprott Ressources. Nous ne parlons pas de FutureFuel qui est active dans la chimie bien plus que dans le secteur pétrolier. Bref, Enteq serait-elle la pièce manquante à notre puzzle ?

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

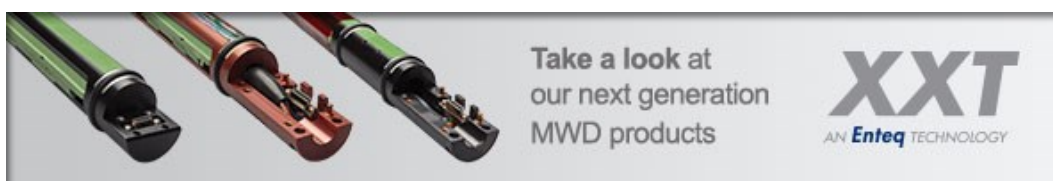
Nous avons acquis 14 286 titres au cours de 17,80 GBX le 8 mai 2015.

Analyses de société

Les calculs ont été établis sur la base de 58 954 000 actions potentielles diluées. Pour une meilleure lecture, nous avons converti les comptes publiés en USD, en GBP avec la parité suivante : 1 USD = 0,656 GBP. Nous vous rappelons que la société est cotée en pence (GBX), où 1 GBP = 100 GBX.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 38,48 GBX par action et l'ensemble des dettes représente 6,92 GBX par action. La **valeur d'actif net-net est donc égale à 31,56 GBX par action.**



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

La société détient des immeubles et des terrains qu'elle a acquis pour 2,82 GBX par action. En prenant une marge de 20% sur cette valeur (soit 2,26 GBX) et en l'ajoutant à la VANN, nous obtenons **une VANE de 33,82 GBX.**

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 les plus liquides : les **actifs courants.**

En premier lieu, la **trésorerie** qui correspond à **15,35 GBX** par action et n'appelle aucun commentaire.

Viennent ensuite dans l'ordre d'importance, les **créances clients.** Elles représentent un montant de 14,83 GBX par action. La société a été payée en moyenne en 129 jours sur les 2 dernières années, et en 125 jours sur l'exercice précédent. Le délai paraît long, mais il faut avoir en tête que le chiffre d'affaires est en très forte croissance. Cette valeur est donc peu représentative. Néanmoins, le montant en valeur absolue est important et quand nous fouillons le rapport annuel arrêté au 31 mars 2014, nous constatons effectivement que la société est liée à un nombre très faible de clients. La dépendance est donc réelle. Par ailleurs, nous constatons que plus de 80% des créances sont liées à des prestations en cours de réalisation et donc non encore dues. En prenant dès lors une marge de 30% sur ces créances, nous considérons ne pas abuser d'optimisme. Ce poste est ainsi retenu pour une valeur de **10,38 GBX par action.**

Analyses de société

Nous terminons l'actif courant par les **stocks**, inscrits dans les comptes pour une valeur de 8,31 GBX par action. La rotation est lente, puisqu'ils ont été écoulés en moyenne en 145 jours sur les 2 dernières années, et en 139 jours sur le dernier exercice. Même si nous considérons que les stocks de matériel ne sont l'objet que d'une faible obsolescence, nous préférons jouer la carte de la prudence et prenons une marge de sécurité 30%. Ainsi, nous reprenons pour notre calcul un montant de **5,82 GBX par action**.



Nous pouvons passer maintenant aux **actifs non courants**. Le principal actif de long terme d'Enteq est composé de ses actifs immatériels : **Goodwill** et intangibles divers. Nous ne sommes pas étonnés outre mesure de trouver ces éléments dans le bilan d'Enteq car la société a acquis la technologie XXT de MWD par acquisition externe et a développé de la technologie qui est amortie au bilan. Nous sommes par contre quelque peu surpris de constater la présence d'éléments plus exotiques comme la **valeur de la marque**, la **relation avec les clients** ainsi qu'un **accord de non compétition**. Et ces 3 éléments sont comptabilisés pour le montant non négligeable de 18 M USD ou encore 20,04 GBX par action. Nous fermons la parenthèse, car dans notre approche patrimoniale, nous ne donnons aucune valeur à ces actifs intangibles. S'ils ont une réelle valeur, ce ne sera qu'une sécurité supplémentaire sur notre valorisation.

Nous avons ensuite l'**immobilier**, que nous avons valorisé dans le calcul de la VANE après une marge de 20% sur le coût d'acquisition historique à **2,26 GBX par action**.

Par conservatisme et au vu des faibles montants en jeu, nous allons considérer les actifs constitués des **équipements de production** comme sans valeur. Ce qui accroîtra mécaniquement nos marges de sécurité.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **6,92 GBX par action**.

En **hors bilan**, nous trouvons des **operating leases** concernant une somme de 320 000 USD, soit **0,36 GBX par action**.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments dans les obligations de la société dans le hors bilan.

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

Actif courant

+ Trésorerie et équivalents : 15,35

Analyses de société

+ Créances clients : 10,38
+ Stock : 5,82

Actif immobilisé

+ Immeuble et terrain : 2,26
+ Intangibles (marque, clients, technologie) : 0
+ Equipements et matériels : 0

Passif

- Total passif : 6,92
- Hors-bilan : 0,36



Ce qui nous donne donc une **VMLV de 26,53 GBX par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société ayant été créée en 2011, n'ayant pas réalisé d'activité en 2012 et ayant un périmètre qui a fortement été modifiée, il nous semble que calculer la VCB n'a pas de sens.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 17,80 GBX, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

44% sur la VANN
47% sur la VANE
33% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 35,47 GBX) est de : **+99%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **111%**.

Ratio technologique = **29%**

La société a en effet dépensé pour 5,17 GBX depuis 2011, ce qui représente 29% de la capitalisation boursière actuelle.

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

Enteq est une société récente qui n'a jamais réalisé de bénéfices. Active dans un secteur qui est en pleine crise du fait d'un cours du baril de pétrole au plancher, le cours a été divisé par 7 depuis ses plus haut de 2011. La sanction a été rapide et brutale.

Analyses de société

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

La société est susceptible de périr durablement si les clients pétroliers n'investissent pas davantage.

Egalement, les pertes récurrentes d'Enteq pourraient l'amener à mettre la clef sous la porte. La société a été frappée de plein fouet alors qu'elle était sur sa rampe de lancement. Son business model actuel n'est pas encore rentable et, malgré sa forte position de trésorerie, il faut envisager la pire des situations : une consommation du cash lié aux frais fixes et aux développements sans que les clients soient au rendez-vous

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

Pour terminer sur une note positive, (en attendant les résultats annuels arrêtés au 31 mars 2015 qui seront publiés le 16 juin prochain), le management a communiqué le 29 avril dernier sur le fait que la position de trésorerie au 31 mars 2015 était en hausse de +0,3 M USD vs. 30 septembre 2014 à 14,1 M USD, ou encore 15,69 GBX par action. Par ailleurs, l'EBITDA (résultat opérationnel avant les amortissements) est attendu positif. Le risque de liquidité est donc exclu à court terme.

En parallèle, Enteq a commencé à rationaliser ses coûts : en (1) réduisant les effectifs, en (2) diminuant ses stocks et en (3) se focalisant sur les produits à plus forte marge.

Enteq est un oiseau rare : une net-net avec un savoir-technique propre. Les risques ne sont pas nuls, mais acquérir une start-up industrielle dans le secteur pétrolier à un prix discount est le genre d'affaire qui ne nous laisse pas indifférent.



Analyses de société

Bonheur ASA

(Oslo Stock Exchange : BON.OL / Code ISIN : NO0003110603)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



Bonheur ASA

Bonheur ASA est une société norvégienne, holding de tête de la puissante famille Olsen qui a bâti sa fortune dans le transport maritime et ce, dès la fin de la première moitié du 19e siècle.

Aujourd'hui, le groupe est plus diversifié. Ainsi, ses activités tournent autour de 4 grands axes : le forage en mer, les énergies éoliennes, les croisières et les médias.

Le 15 mai 2015, nous avons acheté 440 actions Bonheur ASA à un coût de revient, taxes de bourse et frais de courtage inclus, de 69,37 NOK.

Tout d'abord, notons la particularité de Bonheur, particularité que nous avons déjà constatée dans d'autres holdings familiaux comme le groupe Jardine par exemple. Il s'agit de la **prise de participations croisées** qui permettent à la famille de « verrouiller » l'actionnariat du groupe.



Ganger Rolf ASA

Dans le cas présent, nous constatons qu'une des filiales de Bonheur, Ganger Rolf qui est détenue à 62 %..., détient elle-même 21 % de Bonheur. En réalité, Ganger Rolf est une « sous-holding » qui détient un portefeuille de participations qui est pratiquement un « copié-collé » de celui de Bonheur.

C'est pour cette raison que nous allons travailler sur la valorisation du groupe en **consolidant les participations de Ganger dans l'entité Bonheur** et en considérant que les actions Bonheur détenues par Ganger sont des actions propres.

Cette valorisation est d'ailleurs loin d'être simple : la présence des **participations croisées** et l'absence d'un tableau récapitulatif « NAV » (comme pour Luxempart) compliquent singulièrement le travail... et c'est tant mieux car c'est la difficulté de valoriser qui fait apparaître les opportunités.



Fred.Olsen Energy ASA

Nous commençons par le segment « **forage** » qui est représenté par la participation dans la société cotée **Fred Olsen Energy**.

Bonheur et Ganger détiennent chacune 25,95 % du capital de la société. Fred Olsen Energy fournit des services d'exploration et de production à l'industrie pétrolière et gazière.

Analyses de société

Au cours actuel de 71 NOK, cette participation représente 56,43 NOK par action Bonheur.



Fred.Olsen Renewables

La division « **énergies éoliennes** » est représentée par une participation de 50 % dans **Fred Olsen Renewable** (les autres 50 % étant détenus par... Ganger Rolf).

Cette entreprise détient et exploite une vingtaine de parcs éoliens terrestres en Suède, en Norvège et en Ecosse, et possède aussi une participation de 50 % dans un parc éolien off-shore en Irlande.

Cette participation est non cotée.

Comme pour les autres participations non cotées que nous allons détailler ci-après, nous la comptabilisons pour le montant repris aux livres amputé d'une marge de sécurité de 20 %, soit 25,26 NOK.

Mais ce n'est pas tout, à côté de l'exploitation de parcs éoliens proprement dite, nous trouvons aussi une participation de 50 % dans **Fred Olsen Ocean** (et vous vous doutez bien de qui détient les 50 autres pourcents...).

Cette société est active dans les services et la maintenance pour l'éolien off-shore.



Fred.Olsen Cruise Lines

Également non cotée, nous la reprenons pour un montant de 21,30 NOK par action. Au travers de ses filiale **Fred Olsen Cruise Land** et **First Olsen Holding**, la holding est présente

dans le secteur des croisières.

Ces sociétés sont non cotées et, évidemment, détenues paritairement avec Ganger Rolf. Après application de la marge de sécurité de 20 %, nous les reprenons pour 8,54 NOK par action.



Le pôle « **média** » est représenté par une participation dans **NHST Group**, un éditeur de revues professionnelles actif dans le secteur du transport, des fruits de mer et des énergies. Non cotée, elle est valorisée à l'équivalent de 4,38 NOK par action Bonheur, après prise en compte de la marge de sécurité de 20 %.

Et puis il y a tout le reste...

Des participations cotées tout d'abord :

- **Opera Software**, le développeur de navigateurs pour le web qui, au cours ac-

Analyses de société

tuel de 74,6 NOK représente 2,08 NOK par action

- La pétrolière texane, **Callon Petroleum** représente, au cours actuel de 8,46 USD, une valeur de 2,11 NOK par action

Mais aussi du **non coté** à propos duquel nous n'avons guère d'informations mise à part la valeur reprise dans les comptes, valeur que nous reprenons amputée d'une marge de sécurité de 20 % :

- **Fred Olsen Travel**, organisateur d'évènements axés « nature » qui représente 0,21 NOK
- **Fred Olsen Insurance Services** pour 0,04 NOK par action
- **Fred. Olsen Fly- og Luftmateriell AS** pour 0,04 NOK
- **Stavnes Byggeselskap** pour 0,75 NOK
- **Laksa** : 0,15 NOK
- **Bonheur og Ganger Rolf ANS** : 1,30 NOK -
- **Koksa Eiendom**, un promoteur immobilier : 2,24 NOK
- **Scotsrenawable Tidal Power** : 1,06 NOK



Dans le détail des participations, il y a aussi une énigmatique **FO Capital** dont le siège est à Malte et qui représente la coquette somme de 47,75 NOK par action.

Nous n'avons absolument aucune indication sur les activités de cette mystérieuse société (outil d'optimisation fiscale et juridique pour les activités maritimes ?).

Mais chez Bonheur, c'est... que du bonheur parce que, outre ces participations, le conglomérat détient encore d'autres actifs.

A commencer par de l'**immobilier** que nous allons valoriser suivant notre approche habituelle, c'est-à-dire le coût d'acquisition non amorti amputé d'une marge de sécurité de 20 %, ce qui représente 1,69 NOK par action.

Analyses de société

Nous trouvons aussi un **portefeuille d'obligations corporate** en NOK que nous reprenons à sa valeur aux comptes amputée d'une marge de sécurité de 10 %, soit 7,18 NOK.

Les **créances** sont composées pour l'essentiel d'avances octroyées aux filiales. Nous les reprenons pour 90 % de leur valeur aux livres, soit 30,82 NOK.

Le **cash disponible** représente quant'à lui 49,77 NOK par action.

Nous déduisons évidemment l'ensemble du **passif** qui est relativement conséquent avec 142,77 NOK.

En fonction de ce qui précède, nous obtenons une valeur prudente de holding pour Bonheur de (en NOK par action) :

Forage (coté) : 56,43
 Eolien : 46,56
 Croisières : 8,54
 Médias : 4,38
 FO Capital : 47,75
 Diverses participations : 9,97
 Obligations corporate : 7,18
 Immobilier : 1,69
 Créances et cash : 80,59
 Passif : -142,77



Soit une valorisation de 120,33 NOK, à comparer à notre coût d'achat de 69,37, soit une décote de 42,4 % ... Pas mal du tout direz-vous... C'est vrai, ami(e) lecteur(trice), une telle décote, par les temps qui courent, c'est très appréciable... mais peut-être (un peu) trop beau pour être vrai.

En effet, nous constatons que Bonheur mais surtout Ganger Rolf **garantissent des prêts bancaires au profit de leur branche « éolienne »**.

Et ces garanties ne sont pas minces : elles représentent 104,30 NOK par action en consolidé.

Ce qui signifie que si les sociétés de la branche éolienne du groupe ne peuvent honorer leurs dettes vis-à-vis de leurs créanciers, ce sont Bonheur et Ganger Rolf qui s'y collent...

C'est la raison pour laquelle nous avons voulu considérer aussi le scénario « catastrophe », celui dans le cadre duquel les créanciers « garantis » exercent l'entière de leurs droits.

Dans ce cas, il est probable que, vu l'ampleur des garanties qu'elle a octroyées, Ganger Rolf fasse faillite.

Analyses de société

Par contre, nous avons considéré que Bonheur paierait l'entièreté des garanties et que, dans ce cas de figure, toutes les participations détenues par l'intermédiaire de Ganger Rolf ne vaudraient plus rien chez Bonheur.

Dans un tel scénario, nous obtenons ce que nous pourrions appeler une Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VLMV) de 42 NOK. Inférieure au cours auquel nous pouvons acquérir des actions sur le marché, c'est vrai, mais qui démontre aussi que la perte totale serait peu probable.

Ajoutons que tant Ganger Rolf que Bonheur constituent une bonne partie de l'empire Olsen et que la famille ne prendrait probablement pas le risque de perdre un gros morceau de son patrimoine pour sauver une branche d'activité. On peut donc supposer que si les Olsen ont accepté de se porter indirectement caution pour le secteur éolien, c'est qu'ils considèrent que le risque n'est pas démesuré... et, à contrario, si les banquiers ont estimé devoir faire appel à ces garanties, c'est que le risque n'est pas nul.

Enfin, si on valorise Bonheur « bêtement » comme une société opérationnelle, nous constatons qu'elle cote actuellement à un PER (multiple de bénéfices) de 9,6 (si on prend comme bénéfice de référence le bénéfice moyen des 3 dernières années) et que le potentiel cours/VANT serait de 207 %.

Même si l'essentiel de cette VANT est constitué de bateaux et d'installations techniques, cela nous semble quand-même appréciable pour une société qui génère toujours des profits (le 1er trimestre 2015 étant d'ailleurs, sur ce plan, nettement meilleur que le 1er trimestre 2014).

Compte tenu de tout cela, nous avons l'impression que nous disposons avec Bonheur d'une diversification « value » intéressante, axée sur les énergies (qu'elles soient fossiles ou renouvelables), en investissant dans un empire familial séculaire avec un aspect « pile je gagne beaucoup, face je perds moins »... autrement dit, un potentiel d'appréciation de 75 % et de perte de 39 %. Mais nous estimons être dans une situation avantageuse du type « pile, je gagne beaucoup, face, je perd peu ».



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