

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 LeapFrog Enterprises Inc.	page 19
Analyse de la société ADLPartner	page 24
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 32

Edito



Comment surfer sur une possible vague des matières premières en investissant en daubasses ?

Comme vous le savez, cher(e) lecteur(trice), l'équipe des daubasses investit souvent dans des secteurs ou des zones géographiques déprimées... un peu sans le vouloir. Et l'explication est assez simple : en achetant des opportunités bon marché, nous ne pouvons, inmanquablement, que voir une partie des capitaux que nous investissons se diriger vers des segments en crise.

Nous aimons à rappeler nos achats sur l'immobilier en 2009-2010, sur le photovoltaïque et les technos en 2011, l'Italie en 2012 et les énergies en 2014 et 2015. A chaque fois, durant ces périodes perturbées, notre portefeuille s'est trouvé surinvesti (par rapport à l'indice MSCI World) sur un de ces supports.

Avec la hausse des marchés, les secteurs ou zones géographiques encore abordables en termes de prix commencent à se raréfier. Sans nécessairement prédire la fin de ce « bull market », un grand nombre de macro-économistes semblent s'accorder pour dire que les aubaines deviennent rares tant sur les marchés d'actions que d'obligations.

Il est cependant un secteur qui nous semble encore à la traîne : c'est celui des matières premières.

Peu ou prou, les ressources naturelles semblent tombées en désuétude depuis la crise des *subprimes* : malgré un sursaut en 2010, l'indice *Reuters-Jefferies* des *commodities* se situe, aujourd'hui, 50 % sous son plus haut de 2008.

Et c'est ainsi que l'équipe des daubasses s'est lancée dans une recherche acharnée afin de trouver des entreprises de ce secteur qui pourraient entrer dans

Edito

son cercle de compétence (vous nous connaissez, ami(e) lecteur(trice) : nous n'investissons que dans des sociétés qui soient compatibles avec notre approche) ... et hélas ... nous n'avons rien trouvé.

Pendant que nous étions en train de noyer notre déception dans une tournée d'Orval, le plus grand des deux Louis renversa le contenu de son verre sur le relevé de notre compte-titres. Alors qu'il était en train d'éponger le précieux document tout en grommelant sur l'injustice de la vie, nous le vîmes successivement s'arrêter net, écarquiller les yeux, pousser un cri de victoire et entamer une sorte de danse de la pluie.

« Ne jamais chercher loin ce qui est près de soi ! », hurla-t-il en agitant ce qui restait du relevé de compte ...

Et c'est alors que nous comprîmes également : à quoi bon chercher à investir dans les matières premières... alors que notre portefeuille nous y expose déjà largement.

Il semble bien qu'une fois encore, notre recherche de sociétés sous-évaluées... nous ait, sans que nous nous en rendions totalement compte, incité à investir sur un secteur déprimé, en l'occurrence les matières premières.

L'indice Reuters-Jefferies des commodities, dont nous faisons mention plus haut, contient 19 matières premières différentes réparties dans 4 grandes classes : les énergies fossiles pour 40 %, les matières premières agricoles pour 40 %, les métaux de base pour 12,5 % et les métaux précieux pour 7,5 %. Si, comme nous vous l'avions expliqué en son temps, nous nous étions consciemment exposés au secteur des métaux précieux à titre de protection de notre portefeuille au cas où « les choses tournent mal », nous ne nous étions pas rendu compte à quel point les autres ressources naturelles étaient également représentées.

Jugez-en plutôt...

Nous vous présentons la part des sociétés dans lesquelles nous sommes investis et qui sont exposées directement ou indirectement aux cours des commodities. Les pourcentages indiqués représentent le poids de chaque ligne pour la partie investie de notre club d'investissement (donc, sans tenir compte des liquidités).

1. Énergies fossiles : 5,68 %
 - . Enteq : 1,24 %
 - . Civeo : 1,54 %
 - . Thalassa : 1,74 %
 - . +/- 5 % de la valeur d'Avalon pour son activité de traitement des eaux de forages pour les pétroles de schiste : 0,08 %
 - . Quote-part de Pacific Light détenue par First Pacific : 0,05 %
 - . Département « équipement minier et exploitation de mines de charbon » de la quote-part d'Astra détenue par Jardine Strategic : 0,05 %

Edito

- . Département « oil and gas » de Sprott Resources : 0,78 %
- . Département « énergies fossiles » de Bonheur ASA : 0,20 %

2. Métaux de base : 0,21 %

- . Département « cuivre » de la quote-part de Philex détenue par First Pacific : 0,03 %
- . Participation de Sprott Resources dans Corsa Coal, un producteur de « charbon métallurgique » : 0,18 %

Notons aussi, accessoirement, que la plupart des mines d'or et d'argent que nous détenons extraient, en sus des métaux précieux précités, des quantités parfois non négligeables de cuivre et de zinc.

3. Matières premières agricoles : 1,93 %

- . Socfinaf : 1,10 %
- . Plantations détenues dans la quote-part d'Indofood détenue par First Pacific : 0,34 %
- . Plantations détenues dans la quote-part d'Astra détenue par Jardine Strategic : 0,05 %
- . Département agricole de Sprott Resources : 0,44 %

4. Métaux précieux : 4,02 %

- . Dundee Precious Metal : 1,67 %
- . Silver Standard : 0,86 %
- . Argonaut : 0,55 %
- . Alamos : 0,92 %
- . Département « métaux précieux » de la quote part de Philex détenue par First Pacific : 0,02 %

Soit, au total, 11,84 % de la partie investie de notre portefeuille qui, sur un plan purement sectoriel, pourrait entrer dans la composition de l'indice CRB.

Et si vous n'en aviez pas assez avec cela, rappelons que nous vous avons aussi proposé, sans y avoir (encore ?) investi nous-mêmes, des analyses de deux holdings à fortes connotations énergétiques que sont Gendis (lettre d'avril 2015) et Aker (lettre de juin 2012).

Mais ce n'est pas tout ...

En effet, nous détenons aussi des participations dans des sociétés qui sont actives en tout ou en partie dans le secteur des énergies renouvelables, un secteur qui ne pourra que profiter, lui aussi, d'une reprise des prix des énergies fossiles.

Citons donc :

- . Velcan Energy : 0,76 %
- . STR Holding : 0,21 %
- . +/- 35 % de la valeur de Futur Fuel pour son activité de biocarburants : 0,49 %
- . quote-part détenue par Luxempart dans le producteur d'électricité SEO (insignifiant, pour mémoire)

Edito

. Département éolien de Bonheur ASA : 0,19 %

Soit 1,65 % de la partie investie du portefeuille.

Nous pouvons donc estimer que près de 13,50 % de nos investissements seront influencés par les fluctuations des cours des matières premières. Et ce point nous semble d'autant plus admirable qu'il y a 5 ans, nous n'étions absolument pas investis.

Avec cette exposition, nous pensons être bien positionnés pour profiter de l'ultime phase de « l'exubérance irrationnelle » causée par les banquiers centraux : quand le marché se rendra compte que tout est hors de prix mais que les liquidités continueront à couler à flot, il semblerait que les ressources naturelles soient le dernier secteur vers lequel elles pourraient encore se diriger.

Mouvements mensuels

Le 8 juin, nous avons pris position sur ADL Partners, notre 5ème RAPP. Ce qui caractérise le fait que nous la retrouvons sur nos radar RAPP, c'est son manque de perspective de croissance à terme. Le marché n'aime pas ce genre de situation où le chiffre d'affaire est stagnant et en déduit donc que les profits vont faire, à terme, la même chose. Nous voyons bien entendu la situation autrement : sur 5 ans la société a généré 9.83€ de Free Cash Flow, soit plus de 50% de son cours actuel. Et elle dispose dans ces actifs courants de 8€ de liquidités et possède de l'immo en propre pour 1€. Nous avons par conséquent largement le temps d'attendre qu'il se passe quelque chose de mieux encore sur cette société.

Le 12 juin nous vendons Zoom Telephonics, largement au-dessus de sa VANT et signons notre 44ème *bagger*. Nous vous informions, le mois précédent, d'un contrat avec Motorola annoncé le 18 mai. Du 18 au 19 mai, le cours est passé de 0.20\$ à 0.36\$. Et le 3 juin, lors de la sortie de la lettre, le cours était à 0.83\$. Notre stop suiveur a relativement bien fonctionné. L'édito de notre lettre de août sera consacré à l'importance des news.

Le 18 juin, nous avons acheté LeapFrog Entreprise Inc. Il s'agit du leader Nord-Américain de marché des jeux éducatifs pour enfant en bas âge. C'est suite à une perte importante sur l'année 2014 que cette société est devenue une net-net, que nous nous sommes empressés de ramasser. Nous vous expliquons plus en détail le pourquoi dans l'analyse. Mais d'ores et déjà une nouvelle intéressante a surgi et nous en avons pris connaissance le lendemain de l'analyse: le 18 juin, la société a lancé Imagicard, une nouvelle tablette éducative.

Nous n'échappons pas à l'inquiétude des marchés en ce mois de juin, avec un recul du portefeuille de -3.85%, alors que notre *benchmark*, le tracker MSCI World, est en recul de -3.98%. Même si notre recul est légèrement inférieur à celui des marchés, nous considérons que nous sommes pour le moment en

Edito

phase négative avec le marché. De notre point de vue, l'inquiétude n'est pas encore suffisante pour que nos minières or et argent prennent le relais à contre courant. Le cours du pétrole en léger recul a pesé sur nos sociétés liées à l'or noir, dont deux se retrouvent dans le Flop 3 du mois. Et la catégorie RAPP, qui s'est très bien comportée et qui occupe les deux premières places du Top 3, ne pèse pas encore suffisamment pour créer une différence. A noter enfin, qu'à titre individuel, la société italienne I Grandi Viaggi pèse +/- 1% dans le recul du portefeuille et que notre participation à l'augmentation de capital n'a pas encore été actée.

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

Top 3

1° RAPP : Global Source Ltd : +32.45%

2° RAPP : Future Fuel : +7%

3° Net Estate : SunLink Health Sytem : +6.90%

Flop 3

1° Net Estate : Civéo : -24.50%

2° Net Net : Global Tech Advanced Innovation : - 21.63%

3° Net Net : Enteq Upstream : -18.42%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé 0.44% de performance moyenne sur les mois de juin. La performance de juin 2015 est donc inférieure à cette moyenne avec -3.85%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde positif de 3 438.26€, avec deux achats et une seule vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 48 292.56 € et effectué des ventes pour 63 114.37€. Le solde achats/ventes est donc négatif de -14 821.81 €. Nos liquidités ont augmenté et pèsent 19.51% du portefeuille au 30 juin.

Suivi par catégorie

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

1° Net-Estate : + 7.45% (sur le mois -8.50%)

2° RAPP : + 5.52% (sur le mois +3.72%)

3° Net-Net : + 3.81% (sur le mois -4.50 %)

4° Diversification Value : -3.38% (sur le mois - 5.25%)

Avec une progression de +3.72% sur le mois, la catégorie RAPP va clairement à contre-courant de l'ensemble du portefeuille. A l'inverse, la catégorie Net-Estate composée de cycliques est en recul important pour le second mois con-

Edito

sécutif. Tandis que la catégorie Diversification Value dévisse de 5.25% et entre en territoire négatif sur l'année. Quant'aux net-net nous sommes assez habitués à leur forte volatilité. Les RAPP sont donc à l'honneur pour la première fois depuis le lancement de la catégorie, mais la poche se construisant avec parcimonie et selon les occasions, elles ne pèsent dans le portefeuille que 5.53%. Alors que pour jouer un rôle, cette catégorie devrait peser au minimum 20%.

La rubrique culturelle

C'est une bien bonne nouvelle, que nous qualifierons comme suis : « Elle est bien bonne celle là...! »:

[Ben Bernanke ne trouve pas les actions particulièrement chères.](#)

Une réflexion de Bernard Mooney sur l'industrie pétrolière:

[L'industrie pétrolière pourrait ne plus jamais être la même.](#)

Hernando de Soto, économiste péruvien, nous explique que le monde ne se résume pas seulement à l'Europe et aux USA:

[Piketty ignore 90 % de la population.](#)

Bonnes vacances!!!

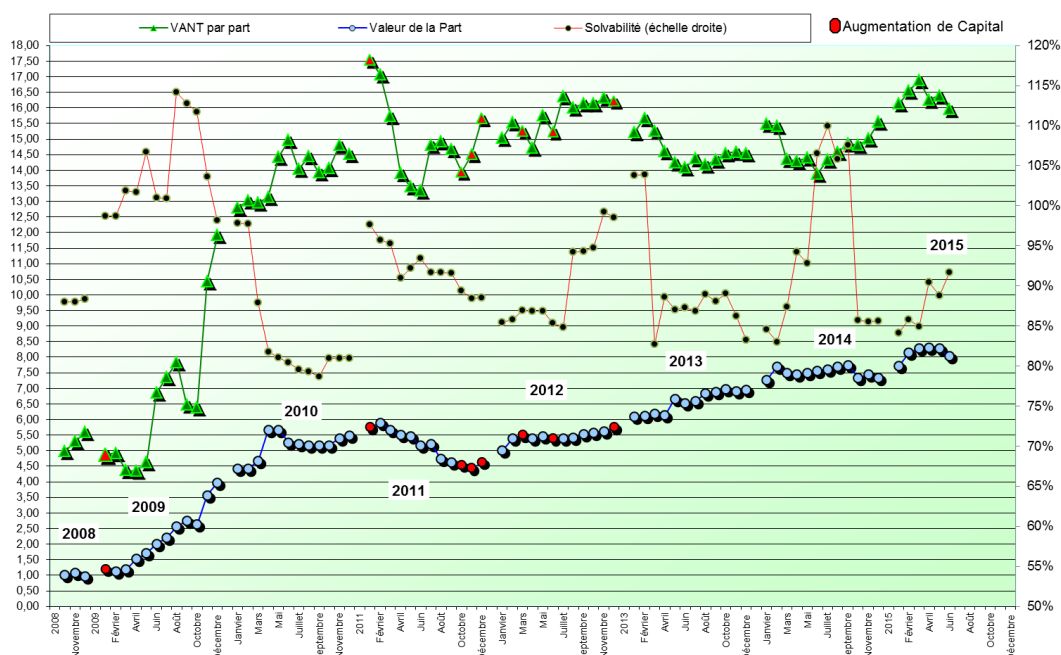
L'Equipe des Daubasses



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	
26 juin 2015	
Valeur d'une Part	8,02 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,97 €
Potentiel	99,02%
Solvabilité pondérée	91,74%
3,33% Pondération Max	11.656,25 €
Nombre total de positions	57
Répartition des Devises	
Euro	39,46%
Dollar Américain	37,60%
Livre Sterling	13,03%
Dollar Canadien	5,10%
Courone Suédoise	1,04%
Franc Suisse	2,74%
Variation des devises Yield	
	4,45%
Nombre de société vendue	112
Gain Moyen	2.401,36 €
Perte Moyenne	- 1.071,00 €
Société en Gain	78
Société en Perte	34
1 Euro investi a rapporté	5,14 €



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	2	2	34%	Coast Distribution System	101%	3,29%	2	0	2	319%	Avalon	15%	1,19%
0	2	2	50%	Trans World Entertainment	501%	1,26%	2	2	4	282%	Exacompta - Clairefontaine	9%	2,06%
0	3	3	39%	Leeds Group Plc	124%	2,52%	0	3	3	56%	Gevelot	404%	4,48%
3	1	4	248%	Vianini Industria	-14%	2,37%	3	3	6	137%	Irce	51%	1,32%
2	0	2	71%	Jemtec	-64%	0,24%	2	1	3	93%	Natuzzi	6%	2,22%
3	0	3	311%	BFS Entertainment&Multimédia	-58%	0,45%	1	3	4	61%	Peel Hotels	216%	4,85%
3	1	4	111%	MBL Group	7%	0,74%	2	2	4	93%	Loeb Holding	22%	1,41%
3	1	4	344%	Asian Pacific Wire & Cable	-2%	2,50%	1	3	4	52%	Hammond Manufacturing	93%	1,43%
3	2	5	191%	Deswell Industries Inc	-4%	1,65%	3	0	3	165%	Encre Dubuit	-5%	1,74%
3	0	3	262%	Vet Affaires	-48%	0,93%	3	1	4	298%	Dover Downs Gaming	-14%	1,55%
1	2	3	30%	Velcan Energy	50%	0,65%	2	0	2	156%	I Grandi Viaggi	-82%	0,16%
3	0	3	548%	Global Tech Advanced Inovation	-31%	0,65%	0	2	2	68%	SunLink Health System	85%	3,41%
1	1	2	63%	Norcon Plc	53%	1,86%	3	0	3	170%	STR Holdings inc	-66%	0,16%
3	1	4	157%	Matica Technologies	-4%	1,76%	0	3	3	46%	Skyline Corp	41%	1,34%
2	0	2	181%	Gravity Corp Ltd	-33%	1,26%	3	0	3	140%	Tecumseh Product	-19%	1,54%
3	3	6	90%	Emerson Radio	-18%	1,39%	3	1	4	154%	Signaux Girod	-14%	0,80%
3	0	3	94%	Enteq Upstream Plc	-10%	0,92%	2	1	3	80%	Amrep Corp	47%	2,29%
3	2	5	72%	LeapFrog Entreprises Inc	-2%	1,00%	3	0	3	229%	Gafisa S.A.	-20%	1,50%
							3	1	4	188%	Civeo	4%	1,16%
							0	2	2	62%	Thalassa	40%	1,40%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	110%	Eastern European Property	-9%	0,64%	3	3	6	163%	GEA	-1%	0,89%
1	2	3	88%	Elephant Capital Plc	-32%	0,10%	3	2	5	149%	Bell AG	16%	1,33%
0	3	3	15%	Luxempart	42%	1,41%	3	2	5	97%	Global Sources Ltd	15%	1,18%
3	2	5	172%	Dundee Precious Metal	-56%	1,35%	2	2	4	31%	FutureFuel	12%	1,17%
0	3	3	19%	Sofragi	34%	0,83%	3	3	6	158%	ADL Partner	-10%	0,91%
1	2	3	49%	(ADR) First Pacific Ltd	-9%	1,04%							
1	3	4	38%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	6%	1,21%							
0	2	2	19%	Silver Standard Ressource	15%	0,64%							
3	2	5	108%	Argonaut Gold	-66%	0,44%							
3	0	3	80%	Sprott Ressources Corp	-34%	1,19%							
0	0	0	46%	Socfinaf	-18%	0,86%							
3	0	3	390%	Alamos Gold	-29%	0,70%							
1	3	4	62%	Great Eagle Holdings Ltd	28%	1,23%							
1	3	4	41%	Symphony International Holdings L	11%	1,05%							
0	3	3	35%	Bonheur ASA	-11%	0,93%							

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

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

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos précédentes lettres et pour lesquelles nous n'avons pas encore procédé à un achat.

Ce tableau synthétique vous permettra de suivre au fil des mois l'évolution de ces sociétés « hors portefeuille » que nous avons mises sous étroite surveillance.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Hors Portefeuille
1	0	1	72%	Paradise Inc
1	3	4	59%	AKER -A-
1	1	2	139%	Vianini Lavori

News de nos sociétés



Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

La Haute Cour turque a annulé une décision de justice qui retirait les permis environnementaux portant sur la mise en exploitation du gisement de Kirazli. Ce projet constituant une des principale « richesses » futures de la société, nous pensons qu'il s'agit là d'une fameuse « épine hors du pied ». Après la nouvelle de la fusion avec Aurico qui nous avait un peu agacé, voici enfin une nouvelle que nous jugeons très bonne. Signalons au passage les assemblées générales d'Aurico et d'Alamos qui ont approuvé cette fusion.

Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW

Un nouveau Directeur Général pour Bell International a été recruté en la personne de Daniel Böhny. Il a un parcours dans l'industrie agro-alimentaire suisse (Autogrill / Transgourmet Suisse) et a déjà travaillé au sein de Bell en tant que directeur de l'activité volaille entre 2004 et 2008. A noter que notre brave homme est un économiste d'entreprises de formation. Cocktail détonnant entre pragmatisme terrain et tête bien faite. En espérant que ce soit pour le meilleur de Bell AG... et de ses actionnaires.

Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL

La holding a annoncé que sa filiale « énergies renouvelables » avait trouvé un partenaire pour investir dans les projets éoliens aux Royaume-Uni à raison de 49 %.

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Le bilan annuel clôturé au 31 mars est enfin disponible et est positif. La VANT est en légère baisse à 5.24\$. La valeur net net ressort à 2.85\$ et la valeur net estate à 2.54\$. Malgré des ventes en recul de 6.90%, le profit brut est en augmentation de 9.28%, ainsi que la marge brute qui passe de 7.80% à 9.12%. La perte finale est de 0.17\$, au lieu de 0.43\$ un an plus tôt. Nous voyons les efforts de la direction, dont nous vous avons parlé dans les news précédentes, se matérialiser de plus en plus dans ce rapport annuel. Mais de notre point de vue, c'est encore mieux que cela car sur le dernier trimestre de l'exercice, les ventes sont en progression de 2% et les profits bruts multipliés par 4.7 par rapport au dernier trimestre de l'exercice 2014. Enfin, la société réussit à dégager un petit profit de +0.0008\$ par action, au lieu de 0.19\$ par action.

News de nos sociétés

Nous pensons que ce que nous avons repéré dans le rapport semestriel de l'exercice en février 2015 est en train de se concrétiser. L'année 2015 pourrait donc voir la société de Macao présenter une année en profit. Nous saluons donc ce management chinois de grande qualité... en espérant bien entendu qu'il poursuive dans cette voie.

Petite information : la date d'enregistrement pour le prochain dividende trimestriel est modifiée. Au lieu du 26 juin ce sera le 6 juillet. Un dividende de 0.035\$ par action sera payé. Ce qui annuellement, rapporté à un cours de 1.84%, représente 7.60%.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Les comptes annuels 2014 ont été publiés. Pas de mauvaise surprise en vue : l'actif net par action ressort à 105,6 GBp, soit un beau discount sur le cours actuel (inférieur à 50 GBp). Et nous sommes rassurés sur les ventes, puisque de nouveau 2 immeubles ont été vendus en juin 2015, et ils l'ont été au niveau des valorisations comptables.

La société a racheté et annulé 955 000 de ses propres actions à un coût moyen de 62,57 GBp en 2014. Elle a la possibilité de racheter 14,99% de capital durant l'exercice 2015.

Il reste en portefeuille seulement 4 propriétés : 2 en Turquie, 1 en Bulgarie (Sofia) et 1 en Roumanie (Bucarest). Les cessions les plus compliquées concerneront apparemment les immeubles bulgares et roumains. Nous aimons la transparence et la proactivité du management qui annonce que lorsque l'immobilier turque sera vendu, il sera retourné sous forme de dividende pour que les actionnaires puissent récupérer la somme le plus rapidement possible. Il est envisagé au maximum une année pour réaliser ces actifs. En attendant ces cessions importantes, tout cash sera retourné aux actionnaires par rachats d'actions.

Enfin, un dernier point pour terminer le tableau en beauté : le management a décidé, pour limiter les coûts, de ne pas se verser de commission avant que la vente des immeubles ne soit réalisée. Une initiative trop rare dans la gestion d'actifs.

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ

Sans surprises, Enteq sort de grosses pertes sur son exercice clos au 31 mars 2015. La grosse partie des pertes s'explique par la réduction totale de valeur des actifs incorporelles, ce qui n'impacte pas notre VANT (basée sur les actifs tangibles). Le management prend le taureau par les cornes en réduisant fortement ses effectifs qui passent de 94 à 56 salariés en 1 an, réduisant les coûts du siège UK et en fermant le siège à Austin au Texas en combinant les services supports US à Houston. La société finit l'exercice avec une poche de cash de 14,1 M USD et précise qu'au 15 juin, la trésorerie atteint les 14,8 M USD (16 GBp par action, soit le cours actuel). Nous sommes donc relativement sereins sur la capacité du management à adapter la voilure au contexte économique. Sans présager du futur, nous noterons que la société cible désormais le marché extérieur à l'Amérique du Nord à plus fort potentiel, tout en continuant d'investir

News de nos sociétés

dans la technologie et avec un point mort opérationnel qui a été largement revu à la baisse suite aux réductions de coûts.

Enfin, pour fidéliser les hommes-clés, 193 749 actions ont été distribuées aux managers. Le nombre total d'actions en circulation est donc désormais de 59 147 402. Et le Comité des Rémunérations a approuvé un plan de distribution d'actions à la date du 30 juin 2018, sous condition que pour chaque exercice clos le 31 mars 2016, le 31 mars 2017 et le 31 mars 2018 la moyenne de création de valeur pour les actionnaires soit de 30% par an. Sont concernés : le CEO, le directeur des opérations et le directeur financier.

Au niveau du bilan, la VANT baisse de -12,5% à 35,47 GBp. Le ratio de solvabilité est toujours au beau fixe à 168%. Le ratio net-net ressort à 0,64 et le ratio net-estate à 0,59. Enteq semble avoir les reins assez solides pour faire le dos rond et rebondir si le baril reprend des couleurs.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Ça bouge chez notre holding philippin. MPIC, une de ses filiales, a remporté l'appel d'offre pour la construction et l'exploitation d'un tronçon de 44 km d'autoroutes à péage aux Philippines.

Mais ce n'est pas tout : la société a également lancé une offre publique d'achat amicale sur Cocoland, une compagnie malaisienne cotée active dans la fabrication de confiseries et de boissons gazeuses. Elle exporte dans plus de 30 pays partout dans le monde.

GEA (France) Ticker: GEA.PA

Les résultats semestriels arrêtés au 31 mars 2015 laissent un sentiment mitigé. Si par rapport au premier semestre 2014, l'activité paraît stable à 28,2 M EUR, elle est en fait en croissance de +17% en France et en retrait de 10% à l'international. Des dossiers devraient être débouclés prochainement à l'export (Côte d'Ivoire, Russie et Philippines). Ainsi, le bénéfice s'établit à 4,1 M EUR vs. 4,2 M EUR en 2014. La trésorerie reste toujours plantureuse à 67,1 M EUR. Il n'est nullement envisagé par la direction (pour le moment ?) de redistribuer ce cash à leurs propriétaires, c'est-à-dire, nous, les actionnaires. La direction explique que ce cash permettra de poursuivre sereinement sa prospection commerciale à l'export et de pouvoir faire face en toute sérénité à un creux de cycle (...). La somme nous semble démesurée en regard des annonces. 20 M EUR de trésorerie nous semblent en effet largement suffisants pour répondre à ces 2 problématiques, surtout que l'entreprise est rentable et dotée d'un carnet de commande de 52 M EUR.

Nous avons fait tourner nos moulinettes, et nous avons ajusté notre objectif de cours sur cette RAPP (Rentabilité A Petit Prix) à un niveau de : 199,18 EUR correspondant à une baisse de -2,7% par rapport à notre dernier objectif s'explique essentiellement par la baisse de la rentabilité par rapport aux exercices précédents, et ceci malgré l'augmentation de la trésorerie de +10,6 M EUR sur la période.

News de nos sociétés

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Lors de l'AG, le management a indiqué que le premier semestre 2015 sera du même tonneau que le premier semestre 2014, et donc que le résultat sera positif. Nous encaissons ce mois-ci également 1,80 EUR de dividende, même niveau qu'en 2014.

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Comme nous vous l'avons communiqué par mail via un « en direct des marchés », Global Sources souhaite racheter 22% de son capital à 7,50 USD. Soit une somme globale de 50 M USD. C'est un événement que nous saluons puisque nous estimons la valeur de la société bien au delà de ce montant de 7,50 USD, à 13,41 USD, et en n'apportant pas nos titres à l'offre, nous considérons que notre participation va mécaniquement se valoriser.

A noter que le management semble activer les rachats d'actions. Historiquement, elle faisait des offres tous les 4 à 5 ans. Or, la dernière offre date de février 2014. Il était alors proposé aux actionnaires de leur racheter 5 millions d'actions à 10 USD. Nul doute qu'en offrant de racheter actuellement à 7,50 USD, le management (très impliqué *capitalistiquement* dans la société) profite de la chute du cours de ces derniers mois pour faire une offre radine. Ce que nous approuvons à 100%.

En dernière minute, nous apprenons que la société a vendu sa participation de 60,1% dans eMedia Asia Limited pour 9 M USD. Le but est de continuer à se centrer sur les activités B2B propres, à plus fort potentiel.

Le titre prend +32% sur le mois de juin.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Dans ce premier bilan trimestriel de 2015 clôturé en mars, le recul se poursuit sur tous les fronts. La VANT à 9.41\$ et la valeur net-net à 8.71\$, les ventes sont également en recul de 25% sur ce premier trimestre comparé à la même période en 2014. Le coût des produits est également en recul de 19% et les coûts fixes aussi. De plus, nous notons un quasi doublement du budget R&D, et des coûts fixes en recul de 26%... qui sont les seuls points positifs de ce bilan.

Nous ne voyons toujours pas de trace du jeu sous licence qui devait être lancé en 2015... et nous n'avons pas trouvé de commentaire de la direction qui pourrait faire avancer un peu le schmilblick...

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

L'entreprise va recevoir une subvention publique pour l'accompagner dans le programme mentionné dans la lettre mensuelle de janvier 2015. Ce subside s'élève à 0,13 CAD par action et représente +/- 7,5 % du montant total envisagé.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Pour la bonne forme, nous retranscrivons ici le mail « en direct des marchés » que nous vous avons adressé il y a quelques jours.

« Après le reverse split que nous annonçons dans la lettre de juin par lequel l'exploitant italien de village de vacances avait décidé de diviser par 10 le nombre

News de nos sociétés

d'actions en circulation, c'est une augmentation de capital qui nous est annoncée.

Cette augmentation de capital est réservée aux actionnaires actuels de la société. Par action ancienne détenue après split, il leur est possible de souscrire à 10 nouvelles actions à un prix de 0,462 euros par action.

La dilution qui s'en suit est gigantesque, puisqu'elle fait passer la VANT par action de la société de 14 euros (après reverse split) à ... 1,66 euros, l'amenant sous le coût d'acquisition de nos anciennes actions.

Néanmoins, on peut aussi voir cette opération sous un autre spectre. Certes, il y a une dilution énorme mais celle-ci ne s'opérera pas au détriment des petits actionnaires puisque ce sont eux-mêmes qui vont y participer.

Au prix proposé de 0,462 euros par action, le potentiel cours/VANT s'établit à 279 %.

C'est la raison pour laquelle, passant outre au sentiment de dépit que nous avons ressenti, nous avons décidé, pour notre part, de participer à cette augmentation de capital. L'actionnaire majoritaire de I Grandi Viaggi semble d'ailleurs partager le même sentiment que nous puisqu'il a annoncé, lui aussi, qu'il participerait à l'opération. »

En outre, nous prenons connaissance du rapport semestriel, clôturé le 30/04. Il laisse apparaître une nouvelle baisse des ventes de 12 % et une nouvelle perte de 0,16 euro par action. Baisse des ventes causées par ... ben oui, vous l'avez deviné : la fameuse crise économique, à laquelle la direction ne peut évidemment rien. La réduction du pouvoir d'achat des ménages provoquerait, notamment, une baisse de fréquentation des villages de vacances kenyans.

En attendant, la nouvelle VANT fond encore un peu et s'établit à 1,53 euros (en tenant compte des effets de l'augmentation de capital) et la VANE à 1,82 euros.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

La filiale hôtelière Mandarin Oriental a acquis un hôtel à Madrid. Quant à Jardine Cycle and Carriage, actionnaire de contrôle du conglomerat indonésien Astra, elle lance une augmentation de capital en vue de réduire son endettement. Jardine participera à cette augmentation de capital dans la proportion de sa participation.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Un nième trimestre monotone pour notre coffre-fort rempli de dollars canadiens, alias Jemtec. Au 30 avril 2015 (3ème trimestre de l'exercice fiscal), la société affiche de nouveau des petites pertes : -55 k CAD, ce qui ne nous émeut plus. Le bilan étant toujours en béton armé avec une trésorerie nette qui représente désormais 0,59 CAD par action.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Nous ne sommes pas les seuls à estimer que le groupe familial de grands magasins suisses est décoté, puisque la société souhaite procéder à une réduction de capital par rachat d'actions, ainsi que par rachat de bons de participation (ce sont des bons de participation que nous détenons). L'offre était proposée sur 26 670 bons à un prix de 190 CHF. Comme aucune action n'a été apportée, la

News de nos sociétés

société a décidé de porter l'offre sur les bons à 30 000 titres. Nous n'avons pas souhaité participer à cette offre, car lors des résultats annuels 2014, nous avons non seulement constaté que la rentabilité de la société s'améliorait, mais que de plus la VANT progressait à 343,95 CHF. Soit bien loin des 190 CHF proposés. Ce sont ainsi 5,8% du capital et des droits sur les actifs qui ont été rachetés dans un but d'annulation.

Il est à noter que le certificat sera radié de la cote en septembre 2015 et qu'il sera coté sur un marché de gré à gré suisse dès le 1er octobre 2015. Ce qui réduira fortement la liquidité.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Les résultats 2014 se sont fait attendre... et contrairement à ce qu'il était possible de croire, ils sont en réalité de très bonne facture. L'activité est en hausse de +18% à 35,8 M EUR, le résultat opérationnel croît quant à lui de +106% (!) à 3,2 M EUR et les bénéfices explosent de +454% (!!) à 1,9 M EUR. Plutôt satisfaisants pour une entreprise valorisée moins de 10 M EUR et qui cote largement sous ses actifs tangibles, puisque la VANT est en progression de +4,6% vs. 30 juin 2014 à 2,78 EUR, représentant un potentiel proche de +150%. La solvabilité est largement au dessus de notre critère (40% minimum) à 79,1%.

L'augmentation de capital est en cours, et il semblerait qu'il y ait des droits de souscription accordés aux actionnaires. Ce qui est plutôt une bonne nouvelle, même si nous attendons l'ensemble des modalités pour savoir réellement à quelle sauce les minoritaires risquent d'être mangés.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Opération financière pour notre mine d'or et d'argent ... elle a apporté une partie de ses actions dans la juniore aurifère Pretium à une autre mine d'or, Golden Arrows Resources. Elle a reçu des actions de cette dernière en contrepartie. Néanmoins, la part détenue par Silver Standard dans Pretium reste conséquente puisqu'elle détient toujours environ 13 % du capital.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

Bonne nouvelle sur notre holding « pépère »: l'assemblée générale a approuvé un programme de rachats d'actions de 10% du capital, soit 10 000 actions... pour 15 millions d'euro maximum. Le prix de ces rachats d'actions se fera à 80% maximum de la valeur liquidative de la société. C'est à peu près le niveau actuel du cours.

Nous aimons beaucoup ce plan rigoureux et discipliné de rachats d'actions, avec décote obligatoire sur la VL, profitable à l'actionnaire.

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

- 48.50% d'actions

- 25.08% d'obligations

- 25.07% de liquidités ou placements court terme

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

- 49.20% d'actions

- 24.7 % d'obligations

- 26.20% de liquidités ou placements court terme

News de nos sociétés

Sur le moi de mai, nous observons une légère augmentation de la poche actions et liquidités, ainsi qu'une diminution de la poche obligataire. La direction affirme ne pas avoir fait de mouvement sur la partie obligataire et avoir racheté des pétrolières comme Exxon Mobil et Texaco, moins cher que la vente qui avait eu lieu voici quelque mois.

Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L

Au niveau opérationnel, l'année 2014 a été chahutée par les mouvements brutaux des cours du pétrole. L'activité a été divisée par 2 à 15,5 M USD. Les pertes atteignent 12,2 M USD car elles intègrent des éléments non récurrents pour 11,7 M USD : réduction de valeur des intangibles pour 4,1 M USD et une provision pour créance non recouvrable pour 4,1 M USD (les discussions sont en cours pour recouvrer une partie de cette créance avec le russe Rosgeo). La barque est donc pleine. Au niveau de la solidité financière, même si la VANT chute de 26% à 94,1 GBp, nous notons que la société n'a aucune dette et une position de trésorerie de 17,7 M USD, soit 44,9 GBp par titre. Et notre ratio de solvabilité maison ressort à 98%. La société semble donc être en marche pour capter une reprise du marché.

Pour terminer sur une note positive, le CEO et premier actionnaire Duncan Soukup a acquis en juin 250 000 actions à un cours de 58 GBp sur le marché.

Trans World Entertainment (USA) Ticker: TWMC

Le 17 juin nous apprenions un changement de directeur « merchandising ». Scott Hoffman, fort de ses 20 ans d'expériences dans le *retail*, entre en piste. Le CEO Mike Feurer estime qu'avec ses nombreuses relations dans le milieu du retail, son expertise et sa créativité, Scott Hohman devrait être en mesure d'inverser la tendance baissière du chiffre d'affaires qui dure depuis quelques années. Nous pensons que c'est une excellente nouvelle à terme pour la société, ce qui demandera bien entendu à être vérifié avec des chiffres.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Nous apprenons que Xavier Gallois, directeur général et membre du directoire (et accessoirement neveu du président Lesguer), a quitté l'action de concert qu'il formait avec la famille Lesguer. Après l'annonce de l'AG extraordinaire demandée par M. Baulé, nous avons l'impression que les lignes sont en train de bouger au sein de la société. Nous attendons avec impatience les résultats de cette fameuse Assemblée Générale qui s'est tenue le 30/06 et dont, au moment où nous clôturons cette lettre, ne sont pas encore connus.

Analyses de société

LeapFrog Enterprises Inc.

(NYSE : LF / ISIN : US52186N1063)

I. Introduction



La société a été fondée en 1995 à Emeryville, en Californie.

LeapFrog Entreprises est un développeur de jeux éducatifs pour les enfants en bas âge.

La gamme de produit est composée de jeux éducatifs multi-média avec de nombreux produits connexes et des jouets éducatifs. Les produits sont connus sous des noms tel que LeapTV, LeapPad, Leapster, LeapReader.

L'anglais, le français et l'espagnol sont les trois langues dans lesquelles sont développés les produits de Leapfrog.

La société les distribue directement via son centre de distribution ou via des distributeurs indépendants.

Ses 4 principaux clients pèsent 56% de son du chiffre d'affaires :

- Wall Mart : 22%
- Toys R « US » : 14%
- Target : 10%
- Amazon : 10%

Le segment « multimédia » pèse 68% du chiffre d'affaires, les jeux éducatif 30% et les autres produits 2%.

La société réalise 70% de son chiffre d'affaires aux USA et 30% à l'international.

Le 18/06/2015, nous avons acheté des actions LeapFrog à un coût de revient de 1,52 USD, taxes de bourse et frais de courtage inclus.

Nous vous proposons cette analyse à partir du rapport annuel clôturé au 31 Mars 2015.

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

La société détient un actif courant d'une valeur de 3.25 \$ et supporte des dettes de 0.76 \$, soit une valeur net-net de 2.49 \$.

Nous observons toutefois un ralentissement dans la rotation des stocks par rap-

Analyses de société

port à la moyenne des 3 derniers exercices : les marchandises voient leur durée de détention dans l'inventaire passer de 68 à 92 jours.

Conformément à notre process, nous retraitons automatiquement la valeur net-net de la société de 0.13 \$ supplémentaires.

Après ce retraitement **la valeur net-net s'établit à 2.36\$.**

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

La société ne disposant pas d'immobilier en propre, nous ne calculons pas cette valeur.

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



Voyons maintenant le bilan et mesurons sa résistance à une mise en liquidation volontaire.

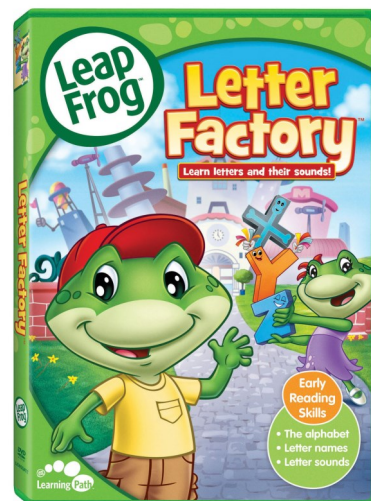
Dans les **actifs courant**, les **liquidités** valent 1.80\$ par action, nous les reprenons en l'état.

Les **comptes « clients »** valent 0.28 \$ par action. Sur les 3 derniers exercices, les factures ont été acquittées en 45 jours alors que sur cet exercice, le délai de paiement n'était que de 21 jours. Malgré une diminution de plus de la moitié de ce délai et la présence de multinationales comme WallMart, Toys R « US », Target et Amazon représentant la majorité des clients, nous prendrons une marge de sécurité de 10% sur ce poste que nous évaluons donc prudemment à **0,25 \$ par action.**

Le **stock** représente 1 \$. La direction nous explique que ce stock est évalué aux coûts les plus bas du marché et est géré selon la méthode First In - First Out, ce qui nous semble cohérent avec des produits à composante technologique.

Quand nous regardons le détail de ce stock, nous observons que le matériel de base compte pour 4% et les produits finis pour 71%. Nous allons prendre une marge de sécurité de 20% sur le matériel de base et de 40% sur les produits finis, **ce qui nous donne une valeur pour le stock de 0.24 \$.**

Nous avons ensuite des **acomptes versés** et d'**autres actifs** pour la sommes de 0.4 \$. Face au manque de détails concernant ce poste, nous le reprenons pour 50% soit **0.07 \$**. Nous trouvons enfin des **impôts différés** dont nous ne tenons pas compte.



Analyses de société

Dans les **actifs à long terme**, nous reprenons l'**équipement** et les **machines** pour 10% de leur coût d'acquisition, soit **0.11 \$**.

N'ayant pas d'explication pour les **autres actifs** à long terme, nous les reprenons pour 50% de leur valeur, soit **0.01\$**.

Nous reprenons enfin pour 0 \$ le **goodwill**, les **intangibles**, les taxes **différées à long terme** et le **coût de développement des produits** que nous assimilons à des intangibles.

Actif courant

Liquidités : 1.80 \$
Compte client : 0.25 \$
Stocks : 0.24\$
Autres actifs : 0.07\$

Actif immobilisé

Équipements : 0.11\$
Autres actifs : 0.01\$

Nous avons donc un actif total en cas de mise en liquidation volontaire de 2.48 \$.



Hors bilan, nous avons trouvé des stocks options aux prix d'exercice supérieurs à la VANT. Nous n'en tiendrons par conséquent pas compte.

Nous avons également trouvé des **leases** pour la somme de 0.29 \$.

Si nous soustrayons les dettes de 0.76 \$, ainsi que ces leases, nous obtenons **une Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire de 1.43 \$**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 dernières années, la société a enregistré une seule année de perte en 2014.

Mais cette perte est importante puisqu'elle représente un peu plus que les gains cumulés des 4 autres années.

Son résultat d'exploitation 2014 vaut -2 \$ par actions tandis que le cumul des 4 années antérieures (2010-2013) est de +1.85 \$. Il nous est donc impossible de calculer la VCB de la société de la manière dont nous la calculons habituellement.

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre coût d'achat de 1.52\$, nous disposons d'une marge de sécurité de 36 % sur la VANN.

La Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) de la société est de 2.55 \$. Le potentiel estimé au cours de 1.52\$ est donc de 68 %.

Le ratio technologique de la société, calculé en divisant 5 ans de R&D par la capitalisation boursière, est de 164 %.

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 ?



C'est sans conteste la perte de l'exercice 2014 que nous pourrions qualifier d'abysale à 3.12 \$ par action.

Le chiffre d'affaires a fondu de 39% et plus précisément de 40% aux USA et de 37% à l'international.

La direction ne donne pas d'autres explications qu'une baisse des ventes de 48% sur le segment « multimédia » due principalement aux ventes de tablettes en fort

recul alors que les segments « jeux éducatifs » et « autres » ne sont en recul que de 4.50%.

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

Nous pensons que sans nouveaux produits dans le segment « multimédia », la marge de sécurité pourrait disparaître complètement.

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

Avant de nommer les catalyseurs, nous avons observé que la direction a profité de cet exercice en perte pour faire un nettoyage de bilan important en supprimant purement et simplement le goodwill et en dépréciant les actifs fixes de la société.

Ces réductions de valeur ont bien entendu été considérées comme des dépenses opérationnelles, bien qu'elles n'aient entraîné aucune perte de cash.

Analyses de société

Si nous n'en tenons pas compte dans le calcul de la VCB, le revenu d'exploitation moyen de la société sur 5 ans est de 0.65\$. Actualisé à 12%, cela nous donne 5.41\$ à laquelle nous ajoutons les liquidités de 1.80\$ et nous obtenons une VCB « retraitée » de 7.21 \$.

Nous évoquons donc cette VCB à titre informel. Mais elle nous semble donner une image plus juste de la situation de la société dans le temps



Il faut encore ajouter à cela une provision d'impôt de 1.10\$ par action. Cette somme devra bien entendu être sortie des caisses de la société à un moment ou un autre, mais elle nous semble plutôt à considérer comme un élément ponctuel qui ne se répétera pas forcément en 2015. Par contre, elle impacte encore plus fortement la perte 2014.

Avec ces deux premiers points, nous avons voulu relativiser quelques peu la perte abyssale qui a sans doute effrayé les marchés.

Nous avons détecté deux catalyseurs principaux :

Tout d'abord l'annonce de la direction de la sortie de nouveaux produits en 2015.

Le second catalyseur, c'est la partie technologique de la société représentée par la R&D que nous considérons toujours comme une « cerise sur le gâteau » et devrait sans doute jouer son rôle dans la conception de nouveaux produits innovateurs.

Nous pensons enfin que le cash de la société de 1.80 \$ par action, couplé à une solvabilité de 155 %, lui confère une certaine solidité pour traverser les périodes difficiles.

Enfin, même si le potentiel de 68 % est loin d'être exceptionnel, nous jugeons le risque relativement modéré.

Malgré ce passage à vide, la société reste le leader du marché dans le segment des plates-formes multimédia et jeux éducatifs.



Analyses de société

ADLPartner

(Euronext Paris : ALP.PA / Code ISIN : FR0000062978)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



ADL Partner a été fondée en 1972. Elle conçoit, commercialise et met en œuvre des services de recrutement, d'animation et de fidélisation de clientèles pour son compte propre ou celui de ses partenaires.

Ses activités se déroulent sur deux grands axes. D'une part, l'animation et la fidélisation de clientèle et d'autre part, le recrutement d'abonnés pour la presse magazine.

L'essentiel des ventes est généré en France (97 %) et le solde provient d'Espagne. La plupart des grandes marques qui comptent en France dans le « B to C » sont clientes d'ADL (BNP Paribas, Société Générale, Carrefour, Auchan, Groupama, Vodafone, La Redoute, 3 Suisses, ...). Le groupe détient également 1/3 d'ADL *Serviços de Fidelização*, une société affiliée brésilienne non consolidée.

Le 7 juin 2015, nous avons acheté 200 actions ADL Partner à un coût de revient, taxe de bourse et frais de courtage inclus, de 17,67 euros.

Nous travaillons avec le dernier rapport disponible, celui de fin 2014.

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	4.093
n-2	4.023
n-3	4.129
n-4	4.211
n-5	4.234
n-6	4.215
n-7	4.262
n-8	4.275

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

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation est relativement

Analyses de société

stable dans le temps avec une tendance à la diminution initiée à partir de 2012 (malheureusement, il semble que ces actions rachetées ne soient pas vraiment destinées à être détruites mais plutôt à servir à honorer les contrats de stock-options du personnel)

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	64,65%
n-2	70,42%
n-3	73,09%
n-4	70,59%
n-5	71,06%
n-6	70,68%
n-7	72,87%
n-8	69,98%

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

Nous observons ici que le poids des frais de production et de commercialisation est plutôt stable dans le temps. Nous n'avons pas trouvé d'information nous permettant de déterminer si la baisse importante du poids des frais généraux en 2014 est due à des éléments exceptionnels ou sera récurrente dans le futur (par exemple, grâce à la liquidation des activités en Allemagne ou la montée en force des activités numériques).

3. Rotation des stocks

n-1	6,3
n-2	6,7
n-3	8,8
n-4	8,2
n-5	8,7
n-6	13,1
n-7	13,5
n-8	18,4

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.

Assez logiquement pour ce type d'activité, les stocks représentent des faibles montants. Néanmoins, nous pouvons constater la gestion rigoureuse de ceux-ci et l'accélération constante de leur vitesse de rotation.

Analyses de société

4. Création de valeur sur 7 années : 395,7 %, ou 25,7 % 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.

Il s'agit là d'un niveau tout-à-fait exceptionnel de création de valeur pour les actionnaires.

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est parfaitement pilotée et ce, dans l'intérêt de tous les actionnaires, y compris les minoritaires.

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 : 1,32

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

Les actifs courants d'ADL Partner sont légèrement supérieurs à ses passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc suffisante sans nécessairement être confortable.

2. Trésorerie nette par action : 8,78 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 ou à court terme.

La trésorerie nette représente près de 50 % du cours de bourse. Il s'agit évidemment d'une proportion confortable puisqu'on obtient toutes les activités opérationnelles pour la moitié du cours de bourse.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 0,34

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.

Analyses de société

Ce ratio nous indique que 4 mois d'activité « normale » de l'entreprise suffisent pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. Cela nous semble évidemment très confortable.

4. Ratio de solvabilité : 53 %

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 les placements de trésorerie.

Le ratio de solvabilité d'ADL est suffisant pour répondre à nos exigences.

Conclusions : ADL Partner présente un bilan suffisamment solide pour « tenir » en période de faible conjoncture, mais aussi pour continuer à faire profiter ses actionnaires de la valeur créée que ce soit par la distribution de dividendes conséquents ou par des rachats d'actions propres.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	2,39
n-2	1,83
n-3	1,38
n-4	1,90
n-5	2,22
n-6	1,00
n-7	0,81
n-8	1,41

Le bénéfice de la société est en légère augmentation dans le temps. Mais surtout, nous constatons que la cyclicité est relativement faible : certes, les années 2008-2009 (crise des subprimes) et 2011 (crise de l'euro) ont connu un certain tassement des résultats, mais celui-ci nous semble relativement faible, du moins au regard de ce que nous constatons auprès des sociétés que nous analysons habituellement.

Analyses de société

2. Chiffre d'affaires par action

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

L'absence de cyclicité est encore plus frappante quand on se concentre sur le chiffre d'affaires ... mais nous constatons aussi que celui-ci ne croît pratiquement pas. L'augmentation de la rentabilité résulte donc presque exclusivement de gains de productivité ou du lancement de produits à plus haute valeur ajoutée.

3. Free cash-flow par action

n-1	2,26
n-2	2,10
n-3	1,14
n-4	2,11
n-5	2,22
n-6	1,34
n-7	0,30
n-8	1,56

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

Assez logiquement, l'évolution du free cash flow est plus ou moins en ligne avec celle du bénéfice. Nous relevons un élément toutefois : au cours des 8 années passées sous revue, le free cash flow moyen s'est élevé à 1,63 euros ... pour 1,62 euros pour le bénéfice moyen. Il n'est pas si courant de trouver des sociétés générant des free cash flow égaux ou supérieurs à leurs bénéfices. Cela signifie surtout que l'entièreté des profits peut revenir aux actionnaires et que, contrairement à un grand nombre d'autres sociétés, il n'est pas nécessaire d'en mettre en réserve une partie pour financer des investissements de maintien.

Analyses de société

4. Dividende par action

n-1	1,11
n-2	0,73
n-3	1,00
n-4	1,10
n-5	4,59
n-6	0,25
n-7	0,25
n-8	0,23

Le dividende n'est peut-être pas d'une régularité exemplaire dans le temps ... mais il est très conséquent. Le dividende moyen des 8 derniers exercices s'élève à 1,16 euros, soit plus de 6 % du cours actuel.

5. Marge d'exploitation

n-1	10,99%
n-2	10,58%
n-3	8,49%
n-4	10,19%
n-5	8,98%
n-6	9,04%
n-7	5,99%
n-8	9,97%

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

Le taux de marge d'exploitation est assez irrégulier.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent nous démontrer qu'ADL Partner n'est pas vraiment une entreprise de croissance mais bel et bien une « vache à lait », générant d'impressionnants volumes de cash en regard de son activité.

Analyses de société

V. Rentabilité

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

1. ROE

n-1	39,29%
n-2	41,01%
n-3	38,37%
n-4	51,40%
n-5	71,61%
n-6	22,30%
n-7	20,73%
n-8	45,42%

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

Avec un ROE moyen de 40 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires est rentabilisé de manière tout-à-fait exceptionnelle.

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	2,03
n-2	2,87
n-3	1,14
n-4	1,92
n-5	0,48
n-6	5,38
n-7	1,19
n-8	6,79

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

Mis à part lors de la distribution du dividende exceptionnel en 2010, le dividende, bien que très élevé, a toujours été inférieur au free cash flow, pour près de la moitié en moyenne. La société dispose donc de certaines latitudes pour maintenir le niveau de son dividende lors de périodes de plus faible conjoncture.

Conclusions : ADL Partner peut, sans conteste, être qualifiée de société très rentable.

Analyses de société

VI. Valorisation

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

1. PER 2014 : 7,4 (PER moyen des 8 dernières années : 5,12)
2. Rendement dividende : 6,3 %
3. Price to book 2014 : 2,9 (price to book moyen des 8 dernières années : 2,1)
4. Price Net cash ratio : 2 (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 ADL Partner s'établit à 35,58 euros.

VII. Conclusions

Avec un coût d'acquisition de 17,67 euros, nous avons acheté des actions ADL Partner avec un potentiel, par rapport à notre objectif théorique, de 101,4 %.

Si la société est fermement contrôlée par la famille Vigneron (72 % du capital) qui a placé ses représentants, tant à la tête du conseil de surveillance que du directoire, nous constatons que, contrairement à d'autres groupes familiaux, elle ne « confisque » pas la valeur générée au profit exclusif de l'actionnaire majoritaire mais, au contraire, dans le plus grand respect du petit porteur. En petit bémol, nous relèverons le niveau assez important des « incentives » pour le management supérieur, sous forme de stock-options.

Comme nous l'avons vu, ADL Partner est une véritable « cash cow ». Même si le cours actuel est proche de ses plus hauts historiques, nous avons quelques difficultés à comprendre pourquoi le marché, en cette période d'euphorie boursière, n'est pas encore plus enthousiaste à son sujet. L'absence de perspective forte de croissance peut-être ... ou d'un vrai catalyseur capable de booster le cours ...

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