

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 11
Suivi des sociétés analysées	page 13
News de nos sociétés	page 14
Analyse de la société Richardson Electronics Ltd.	page 25
Analyse de la société Hyduke Energy Services Inc.	page 30
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 34

Edito



Août 2015. Eté caniculaire, avec quelques orages.

Nombreux sont les médias et autres commentateurs de marché qui conseillent des stratégies pour préparer son portefeuille financier au mieux en vue des prochaines vacances estivales.

Certains conseillent : (1) d'alléger leurs positions, d'autres (2) de placer des *stop-loss* afin de limiter les pertes en cas de gros mouvements, d'autres, encore, (3) recommandent de demander à un proche de suivre leur portefeuille à leur place... Bref, des solutions plus improbables les unes que les autres.

Pour nous, toutes ces préconisations n'ont pas vraiment de sens. Tout d'abord parce que même si de nombreux acteurs de marché sont en vacances, les entreprises continuent leurs activités. A produire, à innover, à embaucher, à chercher des opportunités de business. Et il semblerait incongru de considérer que parce que le soleil brille un peu plus fort pendant quelques semaines, qu'un laisser-aller sur une partie plus ou moins importante de son patrimoine est une décision de bon aloi.

Il paraît d'autant plus déraisonnable de farnienter sur la plage et d'abandonner son patrimoine financier, qu'aujourd'hui, les différents moyens de communications permettent un suivi aisé, sans que cette activité de suivi minimum n'interfère énormément avec les loisirs du vacancier.

Edito

Nous allons reprendre les trois principales mesures et tenter de démontrer pourquoi elles sont plus risquées qu'elles n'y paraissent :

1. Alléger ses positions

Si cette proposition semble théoriquement prudente, car elle évite de suivre ses valeurs en portefeuille et potentiellement de prendre une grosse chute, elle manque cruellement de sens. En effet, qu'est-ce qui justifie que les titres détenus, qui présentent selon leurs détenteurs du potentiel (enfin, c'est la vision rationnelle où l'investisseur ne détient que des titres dans lesquels il estime avoir du potentiel) soient vendus du jour au lendemain pour invocation de « vacances » ? En fait, pas grand chose. Sauf si l'investisseur est fébrile et qu'il souffre des variations de marché. S'il n'a aucun moyen de suivre son portefeuille, et qu'il est fortement averse à la volatilité, ce peut être une solution.

Sinon, les désavantages sont nombreux. Tout d'abord, les frais de courtages. Si l'investisseur a vendu ses titres, est-ce qu'il va les racheter à son retour de vacances ? Ce qui signifie un passage en caisse à la vente et à l'achat. C'est son courtier qui va être ravi ! Et encore, nous raisonnons à cours constant. Il n'est pas du tout assuré que le cours soit au même niveau lors de l'achat et lors de la vente.

Surtout, ce qui est important d'avoir en tête est le coût d'opportunité. Si le chasseur de soleil et de sieste a vendu toutes ses lignes, il se retrouve 100% cash. Et il n'est alors plus exposé au marché. Aux mauvaises nouvelles... comme aux bonnes nouvelles. En effet, il est étrange de croire que le marché est en vacances et qu'il ne va rien se passer. Les entreprises continuent de vivre, même quand il faut chaud et que le Tour de France approche des étapes de montagne.

Nous n'allons pas chercher très loin en termes d'exemples en reprenant simplement les événements importants qui ont eu lieu au sein de notre portefeuille.

Depuis début juillet, nous avons ainsi connu :

- 3 offres de rachats : Global Tech Advanced Innovation, Tecumseh et Coast Distribution ;
- Vet'Affaires qui a été placée en redressement judiciaire ;
- une opération de vente d'options sur SHOS qui est arrivée à échéance.

Et nous avons donc pu réaliser plusieurs opérations. Nous avons vendu l'entièreté de notre position en **Coast Distribution**, réalisant au passage une plus-value de +196%. Nous gardons pour le moment notre ligne **Tecumseh** intacte. En attendant que l'opération complète de rachat soit réalisée (nous économisons ainsi les frais de courtage et sommes en bonne position pour une éventuelle surenchère). Pour **Global Tech Advanced Innovation**, comme nous vous l'avons communiqué par mail, nous avons profité de l'offre annoncée à 8,75

Edito

USD pour renforcer notre position de 700 actions à 5 USD, en estimant désormais que la valeur de la société est bien réelle suite à cette offre et surtout que le potentiel est encore supérieur à +310% par rapport à la VANT, avec une marge de sécurité de 53% sur la VANE. Pour **Vet’Affaires**, nous avons réussi à limiter la casse en réalisant notre position à 2,10 EUR. Actant une perte de -75%. Puis, avec notre opération « d’assureur » sur **Sears Hometown and Outlet Stores**, nous avons réalisé une plus-value de +8,9% en 3 mois et avons renouvelé l’opération. Enfin, nous avons profité d’un marché déprimé sur le pétrole et d’une forte décote sur **Hydruke Energy Services** pour nous constituer une petite ligne à 0,21 CAD. Toutes ces informations, vous les avez bien entendu aussi reçues par mail, cher(e) abonné(e).

Autant d’opérations qui seraient passées à la trappe pour l’investisseur qui aurait cédé toutes ses positions et qui aurait laissé loin des yeux les aléas des marchés financiers.

2. Placer des stop-loss pour limiter les pertes

A priori, là aussi, si cela semble être une bonne idée, elle présente de nombreux inconvénients. Si cette stratégie donne l’impression de sécuriser ses gains, elle permet surtout de perdre tout contrôle sur son portefeuille.

Car l’investisseur qui a placé des stop-loss sur toutes ses positions est alors complètement à risque au niveau de la volatilité. La moindre variation sur un titre peut le faire sortir de ses positions. Si par exemple, un stop-loss a été placé à -10% sur toutes ses valeurs, une seule variation de -10% pour un titre sur une semaine ou deux semaines (peu probable, mais pas du tout impossible), alors le titre sera directement vendu. Quel que soit le contexte et ce qu’il va se passer par la suite. Gain pour l’investisseur : -10%. Quelle sécurité ! Pour se dissuader du bienfondé de cette méthode, il suffit de regarder la variation exceptionnelle *intraday* du lundi 24 août 2015. Journée qui aurait fait sauter tous les stops... La théorie n’est pas que fiction.

Si une offre de rachat est proposée dans les jours qui suivent cette dégringolade avec une prime de +30%, par exemple, l’ancien actionnaire n’en profitera pas.

Si cette stratégie permet de rester exposé au marché, notamment haussier, son principal inconvénient repose sur le fait que l’investisseur se retrouve surexposé à des événements majeurs peu fréquents type mini-krachs liés à la macroéconomie, à la politique ou à tout autre événement de marché qui va avoir épisodiquement un impact fort sur les cours des actions pendant un laps de temps court, avant un retour à la raison.

3. Déléguer la gestion de son portefeuille à un proche

C’est la solution qui présente le plus grand risque. Pas un risque financier, mais un risque « humain ». En effet, quel que soit le degré de confiance que l’investisseur a en la personne en laquelle il a décidé de déléguer temporairement et

Edito

intégralement la gestion de son portefeuille, il faut envisager les situations les plus extrêmes. Même si vous avez donné des instructions les plus précises possibles, votre « gérant » peut ne pas réussir à manœuvrer comme souhaité lors de la tempête. En effet, divers risques opérationnels, humains par nature, sont à envisager. Pour n'en citer que quelques uns :

- un ordre mal exécuté : cours et/ou quantité ;
- erreur sur la valeur, à l'achat comme à la vente ;
- temps disponible de votre gérant non adéquat avec une gestion en direct ;
- réaction par rapport à un événement particulier non prévu dans les instructions fournies ;
- ...

Aussi, si l'un des événements cités ci-dessus se produit, que va-t-il se passer ?

Nous pensons que les relations entre l'investisseur et son « gérant de vacances » risquent de fortement se dégrader. Et qu'au-delà des préjudices financiers que le vacancier aura subis, des tensions plus ou moins fortes émergeront forcément entre les deux individus. Et il serait bien dommage de risquer de mettre à péril ses relations avec un membre de sa famille ou un(e) ami(e) très proche pour réduire un risque financier.

Bref, si cette option présente des avantages, les inconvénients et risques nous paraissent trop importants pour y songer sérieusement.

Bien entendu, chacun est libre de gérer son portefeuille en temps de vacances comme il le souhaite. A l'heure de la mobilité et de la multiplication des objets de communication en tout genre (smartphone, tablette, phablette, ...), avoir quelques minutes par jour pour jeter un coup d'œil à son patrimoine financier devient de plus en plus accessible. Travailler toute l'année pour se constituer un portefeuille cohérent qui correspond à ses besoins et prendre le risque que tout ce travail soit ruiné en quelques jours, quel dommage !

En tout cas, vous aurez compris, cher(e) abonné(e), que l'équipe des Daubasses reste sur le pont et continue de suivre de près leurs daubes même quand le thermomètre monte. Et comme ce qui est important pour nous l'est aussi pour vous, nous continuons bien entendu à vous informer à tout instant de ce que nous faisons : les news que nous jugeons importantes, nos analyses, nos mouvements, ... L'été et son soleil rayonnant n'auront jamais raison de notre rigueur.

Edito

Compte-rendu mensuel

Notre portefeuille est en recul de -0.81 % ce mois d'août tandis que le marché représenté par le tracker MSCI World est en recul de -8.14% sur le mois. Ce qui confirme une nouvelle fois ce que nous avons pu observer à chaque léger recul du marché au cours des dernières années : une résistance à la baisse intéressante de notre portefeuille. Sur l'ensemble de l'année 2015, la performance de notre portefeuille arrêtée au 31 août est de +9.02% contre +4.88% pour le MSCI World. Il n'aura fallu finalement que quelques jours de baisse pour que nous reprenions la main après l'avoir perdue pendant plus d'un an.

Cette résistance de notre portefeuille s'explique principalement par 3 éléments. Le premier, c'est la remontée de nos minières or et argent. **Alamos Gold** a grimpé de +26% sur le mois, **Aurico Gold** de +34%, **Silver Standard Resources** de +12% et **Dundee Precious Metal** de +9%. Nous vous disions le mois passé que nos minières avaient freiné notre performance ces dernières années, mais pourraient jouer les airbags en cas de situation difficile. Et cela se confirme un mois plus tard, même si la situation n'est pas extrême, seulement « à peine difficile » ! Le second élément, ce sont nos parapétrolières. Aux tapis pour la plupart d'entre elles le mois passé, elles reprennent quelques couleurs grâce au cours du pétrole qui passait d'un plus bas en séance du 24 août de 37.75\$, à 49.30\$ le plus haut du 31 août. Soit une vague ascendante de +30% en 6 jours de cotation. Troisième et dernier élément, nos deux OPA en cours, l'une sur **Teccumseh Product** et l'autre sur **Global Tech Advanced Innovation**, avec les cours de bourse qui ont plus que doublé sur le mois. Un rapide calcul nous montre qu'elles ont généré 9 808.47€ de plus-values sur le mois d'août, soit +2.79% de performance total.

Le troisième élément est un hasard positif, nous direz-vous. Et c'est évident qu'un portefeuille diversifié rencontre tout au long de son existence des moments de hasard positif mais aussi négatif. Il est quand même intéressant de nuancer ce hasard... Si le timing est un parfait hasard, une [petite étude](#) que nous avons réalisée en 2013 montrait que les probabilités d'OPA étaient de 20% sur nos *baggers* (en date du 13 octobre 2013). Cette étude avait été réalisée sur 34 *baggers* alors que nous en avons 45 aujourd'hui. Ce qui signifie donc qu'il est probable qu'une 1 OPA sur 5 net-net ou net estate achetées ait lieu et se transforme ainsi en *bagger*. Ce qui réduit une partie du hasard. Il serait intéressant de compléter cette étude, voir de l'étendre, à toutes les positions vendues de notre portefeuille à l'avenir [le projet est en cours et vous sera présenté].

Tout ceci finalement pour dire que si nous ne comptons pas ces 2 OPA, le recul du portefeuille sur le mois d'août aurait été de -3.60% versus -8.14% pour le tracker MSCI World. Une différence de plus de 4.50% en notre faveur, montrant toujours notre résistance à la baisse du marché, hors ces 2 OPA.

Edito

Mouvements mensuels

Le premier mouvement du mois est un cas de figure que nous aimons toujours beaucoup : face je gagne rapidement +/-70%, pile j'ai acheté des actifs net Estate à moins de 20% de leur valeur. Le 5 août, nous renforçons donc notre position sur **Global Tech Advanced Innovation** en achetant 700 actions au cours de 5 \$, et faisons donc ce que l'on nomme un arbitrage. Le PDG de la société, John C.K. Sham, propose de racheter la société et offre 8.75\$ aux autres actionnaires. Il ajoute aussi qu'il n'a pas cet argent et devra emprunter. Dans un premier temps, le marché s'emballa et le cours de la société passa de 2.91\$ à 6.45\$ en 3 jours... Mais se rendant compte que la situation était relativement incertaine, et que la proposition de John était liée non seulement à l'obtention d'un prêt bancaire, mais aussi à une approbation du Conseil d'Administration, le marché ne poursuit pas son boost jusqu'aux 8.75\$. Au contraire, il préfère reprendre le toboggan jusque 5\$, et c'est là que nous intervenons rapidement connaissant bien la société, puisque nous la suivons depuis 2012. L'offre de 8.75 \$ correspond à peu de chose près aux liquidités dont dispose la société, ce qui nous permet de penser qu'il y a de fortes probabilités pour qu'un banquier accepte de prêter à monsieur John C.K. Sham les 8.75\$ qu'il propose. La seule inconnue est donc l'approbation du CA à l'offre de monsieur Sham. L'arbitrage réside donc dans l'espoir d'encaisser dans un délai relativement court, la différence entre le prix proposé par le marché soit 5\$ et le prix proposé par monsieur Sham, soit 8.75\$. Plus les probabilités de réalisation sont élevées, moins le gain est élevé. Nous sommes ici dans un cas de figure que le marché juge assez incertain, avec deux inconnues. Le prêt et la décision du CA. Alors que nous jugeons assez différemment, puisque seul un point nous semble incertain : la décision du CA. Ce qui est par contre plus rare, c'est que généralement, après le boost de l'offre, toute décote sur les valeurs net-net ou net estate s'évapore instantanément... ce qui n'est pas le cas ici, puisque la valeur net-net est de 10.69\$ et la valeur net estate de 19.62\$! Et donc, même si l'offre à 8,75 était refusée, notre renforcement à 5\$ offre toujours une belle marge de sécurité, sur une variante « pile » attractive.

Le second mouvement est la vente de **Vet'affaire** le 6 août, qui se solde sur une perte de -75.06%. Nous avons profité d'une re-cotation surprise après la mise en redressement judiciaire à un prix qui ne nous semblait pas trop bas, pour essayer de sauver ce qui pouvait encore être sauvé. Nous vous ferons bien entendu part de notre réflexion sur cette perte dès que possible.

Le troisième mouvement du mois a lieu le 19 août, avec l'achat de **Richardson Electronics Ltd.**, une société US active dans des secteurs variés : la santé, l'aviation, les énergies alternatives, les communications, la marine, la défense ou encore les semi-conducteurs. La société possède un portefeuille de clients diversifié avec plusieurs multinationales de renom, comme General Electric, Thales, Hitachi, Panasonic, Siemens et Toshiba. Elle réalise 56% de son chiffre d'affaires hors USA. Sans jamais connaître l'issue d'un investissement, nous aimons beaucoup ce type de société, d'autant plus que nous comprenons bien les raisons

Edito

qui ont amené cette société dans la zone Daubasse, comme nous l'avons expliqué dans l'analyse que vous pouvez lire dans cette lettre.

Le quatrième et dernier mouvement est l'achat de la parapétrolière **Hyduke Energy Services** le 24 août 2015. C'est un nouveau « bis », puisque qu'il figure déjà dans nos tableaux de score sous l'appellation *baggers*. Nous avons acheté une première fois Hyduke le 14 avril 2014 et l'avons revendue le 12 janvier 2015 avec une plus value de 104.74% à la clé. Notre achat du 24 août illustre par contre parfaitement le hasard positif et négatif dû ici au timing, dont nous vous parlions dans le compte-rendu mensuel, ci-dessus. Le temps que le potentiel devienne intéressant, que nous fassions l'analyse et prenions notre décision d'investir dans Hyduke nous permet d'éviter la chute de 16% qui a lieu le 21 août où l'on voit passer le cours de 0.25 CAD à 0.21 CAD. Hasard positif du timing, le cours du pétrole perd plus de 5% le 24 août et cela nous permet d'acheter 20 500 actions. Hasard négatif du timing, le 25 août le pétrole s'apprécie, tout comme le 26 août. Et le cours de Hyduke passe de 0.23 CAD le 25 et retombe à 0.22 CAD le 26, ne nous permettant pas de compléter notre position. Ensuite, le cours du pétrole et de Hyduke décolleront. Avec le recul, nous aurions très bien pu acheter Hyduke à 0.30 CAD, puisque c'est à ce niveau que nous avons décidé de nous y intéresser pour la seconde fois (les décotes et les potentiels à ce cours correspondant déjà à nos critères), et si le pétrole n'avait pas plongé le cours de Hyduke serait sans doute resté à ce niveau. Heureux hasard ? Bon *process* ?

Les top et les flops, focus performance du mois d'août 2015

Top 3

- 1° Net Estate : Tecumseh Product = +147.76%
- 2° Net Net : Global Tech Advanced Inovation = +103.08%
- 3° Net Estate : Hyduke Energy Services = +41.44%

Flop 3

- 1° Net Net : Asian Pacific Wire & Cable = -22.82%
- 2° Diversification Value : First Pacific Ltd = - 17.82%
- 3° Diversification Value : Symphony International Holding Ltd = -17.50%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 années pleines, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +1.97% de performance moyenne sur les mois d'août. La performance d'août 2015 est donc inférieure à cette moyenne, avec une performance de - 0.81%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde positif de +7 814.09 €, avec 3 achats et une seule vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 61 255.89 € et effectué des ventes pour 82 135.74 €. Le solde achat / vente est donc négatif de -20 879.85 €. Nos liquidités

Edito

on donc légèrement diminué et présent au 30 août, 21.16% du portefeuille.

Voici donc à présent le suivi par catégorie sur l'année 2015, et ce mois d'août :

1° Net Net = + 13.38% (sur le mois = +6.56%)

2° Net Estate = + 10.97% (sur le mois = + 4.88%)

3° RAPP = +5.22% (sur le mois = -5.38%)

4° Diversification Value = -16.46% (sur le mois = -5.84%)

Les net-net reprennent le dessus et prouvent une nouvelle fois qu'elles sont un peu hors marché, puisqu'elles s'apprécient de +6.56% contre -8.14% pour le marché (MSCI World), soit un différentiel positif de +14.70% sur le mois. Les net-estate ne sont pas en reste et se comportent également de belle manière. Les Rapp et la diversification value sont en recul sur le mois de plus de 5% et montrent une plus grande sensibilité au marché. Nous notons, enfin, que l'écart de performance sur l'année est de presque 30% entre la catégorie net-net et la catégorie diversification value.

La rubrique culturelle

Le Ying sans le Yang...

[Dernière contrefaçon chinoise en date: une firme financière baptisée « Goldman Sachs »](#)

Un crowdfunding « Tolkienesque »

[Deux milliards et Minas Tirith sera construite](#)

Le Black Monday du 24/08 était un « Pink Monday » pour le HFT

[Un lundi noir, mais par pour le HFT](#)

Après les pirates internet, le « hacking » de véhicules

[Uber engage deux « hackers » de véhicules](#)

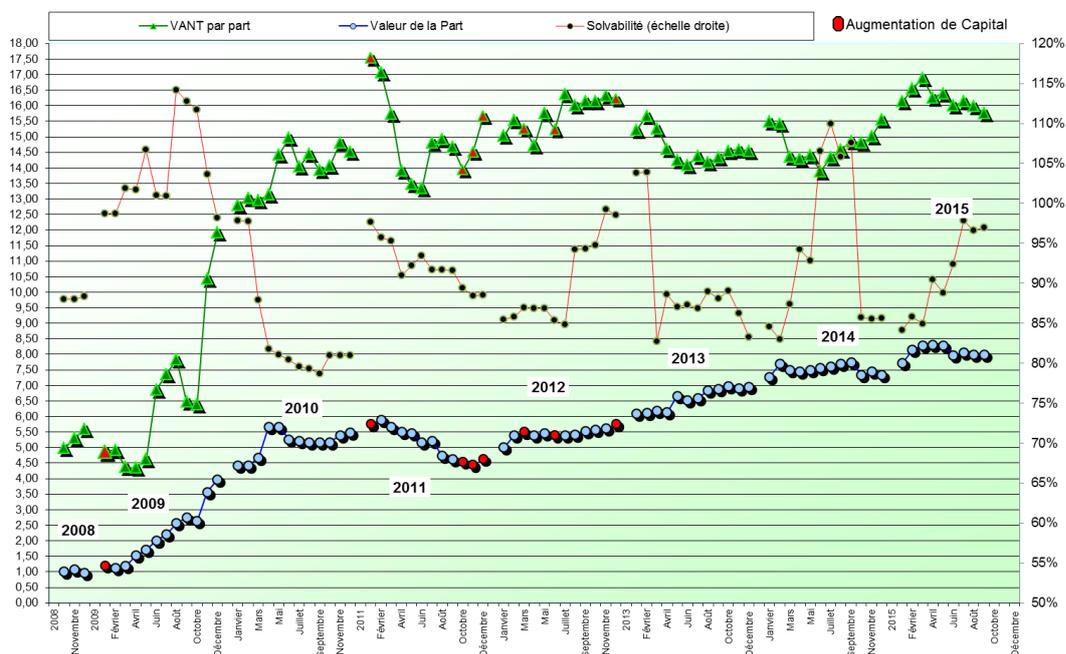
L'Équipe des Daubasses



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	
4 septembre 2015	
Valeur d'une Part	7,98 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,76 €
Potentiel	97,37%
Solvabilité pondérée	97,00%
3,33% Pondération Max	11.601,08 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	42,92%
Dollar Américain	36,08%
Livre Sterling	12,24%
Dollar Canadien	5,40%
Courone Suédoise	1,05%
Franc Suisse	1,34%
Variation des devises Yield	3,64%
Nombre de société vendue	115
Gain Moyen	1.733,37 €
Perte Moyenne	- 357,90 €
Société en Gain	80
Société en Perte	35
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,84



Portefeuille

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

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

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	3	3	49%	Trans World Entertainment	510%	1,29%	2	0	2	465%	Avalon	-7%	0,97%
0	3	3	39%	Leeds Group Plc	109%	2,36%	2	2	4	304%	Exacompta - Clairefontaine	3%	1,96%
3	1	4	210%	Vianini Industria	-4%	2,63%	1	3	4	64%	Gevelot	378%	4,27%
0	0	0	68%	Jemtec	-66%	0,23%	3	3	6	125%	Irce	59%	1,39%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-52%	0,52%	2	1	3	101%	Natuzzi	2%	2,16%
3	2	5	103%	MBL Group	6%	0,74%	0	3	3	57%	Peel Hotels	215%	4,85%
3	0	3	497%	Asian Pacific Wire & Cable	-30%	1,80%	1	3	4	64%	Hammond Manufacturing	72%	1,28%
3	2	5	261%	Deswell Industries Inc	-22%	1,35%	3	0	3	159%	Encre Dubuit	-2%	1,79%
1	1	2	43%	Velcan Energy	37%	0,60%	3	1	4	242%	Dover Downs Gaming	3%	1,86%
2	2	4	223%	Global Tech Advanced Inovation	32%	2,47%	3	0	3	164%	I Grandi Viaggi	-11%	1,67%
1	1	2	63%	Norcon Plc	50%	1,83%	0	3	3	56%	SunLink Health System	100%	3,70%
3	1	4	163%	Matica Technologies	-6%	1,73%	2	0	2	232%	STR Holdings inc	-74%	0,13%
2	1	3	139%	Gravity Corp Ltd	-25%	1,41%	0	2	2	31%	Skyline Corp	50%	1,44%
1	1	2	63%	Emerson Radio	-5%	1,62%	0	3	3	42%	Tecumseh Product	43%	2,74%
3	0	3	143%	Enteg Upstream Plc	-30%	0,72%	3	0	3	161%	Signaux Girod	-16%	0,78%
3	1	4	129%	LeapFrog Entreprises Inc	-39%	0,63%	3	3	6	93%	Amrep Corp	43%	2,24%
2	3	5	85%	Richardson Electronics Ltd	6%	1,00%	3	1	4	256%	Gafisa S.A.	-35%	1,22%
							3	2	5	292%	Civeo	-34%	0,74%
							3	1	4	111%	Thalassa	5%	1,05%
							3	1	4	103%	Hyduke Energy Services	45%	1,18%

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
2	1	3	116%	Eastern European Property	-13%	0,61%	3	2	5	163%	GEA	-1%	0,89%
3	2	5	112%	Elephant Capital Plc	-41%	0,08%	2	2	4	58%	Bell AG	16%	1,34%
0	2	2	25%	Luxempart	34%	1,34%	1	3	4	74%	Global Sources Ltd	42%	1,46%
3	1	4	87%	Dundee Precious Metal	-64%	1,11%	2	2	4	134%	FutureFuel	-16%	0,88%
0	3	3	12%	Sofragi	32%	0,82%	3	3	6	141%	ADL Partner	-4%	0,98%
1	2	3	67%	(ADR) First Pacific Ltd	-32%	0,78%							
1	3	4	17%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	-3%	1,10%							
1	1	2	35%	Silver Standard Ressource	12%	0,62%							
3	1	4	94%	Argonaut Gold	-77%	0,29%							
3	1	4	151%	Sprott Ressources Corp	-57%	0,79%							
2	0	2	72%	Socfinaf	-22%	0,82%							
3	0	3	167%	Alamos Gold	-48%	0,52%							
3	3	6	143%	Great Eagle Holdings Ltd	0%	0,96%							
3	2	5	78%	Symphony International Holdings L	2%	0,97%							
1	2	3	51%	Bonheur ASA	-17%	0,87%							

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	1	2	72%	Paradise Inc
2	2	4	59%	AKER -A-
0	0	0	139%	Vianini Lavori

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

La société profite des prix déprimés dans le secteur pétrolier pour acheter des actions de sa filiale cotée, Akastor, la spin off issue de scission d'avec Aker Solutions. Cette société est active dans les services pétroliers. Si cette acquisition reste marginale (elle représente à peine 0,85 NOK par action), elle démontre la volonté de la direction de ne pas dilapider la trésorerie du groupe dans des acquisitions en haut de cycle.

Fin août, la décote s'élève toujours à 43 % et pourrait constituer un véhicule intéressant pour celui qui voudrait s'exposer au secteur *oil & gas* (qui, pour rappel, représente +/- 50 % de la valeur de la société).

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

Les informations commencent doucement à « percoler » concernant les détails financiers de la fusion entre Alamos et Aurico. Tout d'abord, Alamos a reçu la plupart des actifs d'Aurico en octroyant, en échange, des actions Alamos aux anciens actionnaires d'Aurico. Un petit solde d'actifs a été transféré dans une nouvelle entité : Aurico Metals. Et les actionnaires d'Alamos, dont nous faisons partie, ont reçu quelques actions de cette entité. Alamos détient elle-même, après l'opération, 4,9 % d'Aurico Metals.

La fusion étant effective au 02/07, les rapports financiers des deux entités ne tiennent pas encore compte des effets de la fusion. Il nous est donc toujours difficile de nous faire une idée claire de la nouvelle valeur de l'entité fusionnée. Nous constatons cependant que les coûts d'extraction des deux principaux sites d'Aurico qui ont été apporté à Alamos connaissent des coûts d'extraction sensiblement équivalents à ceux de la société absorbante : +/- 700 usd l'once en « non cash » et +/- 1 000 usd en *full cost*.

Les résultats opérationnels d'Alamos « avant fusion » ne sont pas très bons avec une perte de 0,09 USD par action (vs un bénéfice de 0,03 USD l'année précédente). Cette contre-performance est due à une hausse conséquente des coûts d'extraction qui, en *full cost*, sont à présent supérieurs au cours de l'or proprement dit, à 1 422 usd l'once. Notons néanmoins que les principaux actifs de l'ancienne Alamos ne sont précisément pas encore en exploitation, puisqu'il s'agit des deux sites turcs pour lesquels des coûts d'extraction bien inférieurs sont prévus... le jour où de l'or en sera enfin extrait, ce qui ne semble pas vraiment imminent.

News de nos sociétés

Nous notons aussi qu'Alamos a acheté, au cours du mois d'août, des actions d'Aurico Metals par le biais d'un placement privé, portant sa participation à 11,14 % du capital. Ce renforcement nous confirme dans notre volonté de conserver, en attendant plus amples informations, notre minuscule participation en Aurico Metals.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

Si le 1er semestre 2015 est légèrement déficitaire, à 0,06 CAD par action, c'est essentiellement dû à une réduction de valeur ponctuelle sur les stocks. En dehors de ces éléments, le résultat aurait été à l'équilibre. Nous notons que les coûts d'extraction restent stables.

Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Le fabricant taiwanais pour l'industrie du câble est là pour nous rappeler toute la volatilité qu'implique un investissement dans une société exclusivement active sur des pays émergents. Le ralentissement économique en Chine et les troubles politiques en Thaïlande ont entraîné une compression du chiffre d'affaires de 15 % et de la marge brute de 40 %.

Si nous pouvons comprendre les raisons avancées pour la compression du chiffre d'affaires, il y a un élément qui nous échappe quant à la compression du taux de marge brute : la direction avance la baisse des prix du cuivre ... alors que nous pensions naïvement que le cuivre constituant une matière première pour Asia Pacific, toute baisse de celui-ci aurait dû entraîner des conséquences positives. Suite à tous ces éléments, la perte par action est multipliée par 8 par rapport à l'année précédente et s'établit à 0,26 USD par action.

Même si notre patience est mise à rude épreuve avec cette participation, le niveau de la VANT à 10,26 USD nous semble procurer une marge de sécurité intéressante.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Le bilan du second semestre clôturé au 30 juin, nous montre une valeur patrimoniale en hausse passant de 10.10\$ par action à 10.94\$. Le chiffre d'affaires a progressé de 7.20%, mais nous notons aussi que le coût des produits est en hausse, ainsi que les frais fixes. Et que la société signe une perte de 0.27\$ par action au lieu de 0.21\$ sur les 6 premiers mois de l'année 2014. Nous notons enfin que sur le seul second semestre, la société est presque parvenue à l'équilibre, avec une perte de 5000 \$.

Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW

Malgré les effets de change défavorables (impact négatif sur la compétitivité de la société suite à la revalorisation du franc suisse en début d'année), avec l'intégration de la société Hilcano et une « bonne saison des grillades » selon les termes employés par le management, le groupe helvète agro-alimentaire fait mieux que limiter la casse. L'activité est en légère augmentation de +0,2% à 1,28 Md CHF. Et ceci malgré une tendance de plus en plus forte du « tourisme d'achat » qui touche particulièrement les produits carnés. Il consiste pour les frontaliers (quasiment toute la Suisse...) d'aller faire ses courses, notamment

News de nos sociétés

pour les viandes, en France, en Allemagne ou en Italie qui sont beaucoup moins chers. D'autant plus que les Suisses peuvent récupérer la TVA à leur frontière. L'EBITDA est en hausse de +10,9% à 90,5 M CHF et le bénéfice semestriel en hausse de +14,6% vs le S1 2014 à 32,0 M CHF.

Au niveau des perspectives, le discours est optimiste, puisqu'un nouvel exercice de croissance rentable est attendu pour l'ensemble de l'exercice 2015. Sous-entendu, un bon second semestre en terme d'activité comme de marge.

En faisant tourner notre modèle adapté aux RAPP (Rentabilité A Petit Prix), nous avons ajusté notre objectif de cours pour l'action BELL AG à un niveau de 3 990 CHF. Ce qui représente une baisse de -1,5% par rapport au montant cible que nous calculions avec les chiffres du 31.12.2014.

Civeo (Canada) Ticker : CVEO

La valeur patrimoniale de la société que nous avons calculée avec le second bilan de l'année clôturé au 30 juin, est en recul à 8\$. Le chiffre d'affaires est en recul de 35%. Sans les charges, pour dépréciation et amortissements de 0.80, l'Ebit serait encore positif. Au final, la société signe une perte de -0.13\$ au lieu d'un profit de 0.47\$ sur la même période en 2014.

Nous notons aussi que le change USD / CAD ou AUD a pesé de plus de 10% en défaveur de la société.

Dover Downs Gaming (USA) Ticker : DDE

Le second semestre clôturé au 30 juin est de bonne augure, même si les améliorations devront se confirmer au cours des prochains trimestres. La VANT est en hausse, elle passe de 3.46\$ à 3.52\$, et le semestre est bénéficiaire venant traduire en chiffres les efforts annoncés par la direction au mois de juin pour créer de la valeur pour l'actionnaire. Si le chiffre d'affaires est encore en recul de 4%, nous observons une réduction des dépenses à tous les niveaux, tout d'abord sur les jeux de 4% et sur les frais fixe de 5%, ceci sur les 6 premiers mois de l'année, comparé aux 6 premiers mois de 2014! La société dégage donc un profit de 0.01 \$ par action sur le semestre, et de 0.02\$ par action sur le seul second trimestre. Nous notons aussi le fait que ce rapport financier a sans doute permis au cours de repasser la barre du *délistement* fixé à 1\$, depuis le 13 août.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Sur fond de marchés chahutés, notre minière low-cost reprend un peu des couleurs avec un titre qui progresse de 12% sur le mois.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le bilan du premier trimestre de la société clôturé au 30 juin, est en demi-teinte. D'un côté, la valeur patrimoniale est en légère progression, passant de 2.08\$ à 2.10\$ grâce à un premier trimestre qui se clôture par un profit net. Mais de l'autre côté, le chiffre d'affaires est en recul de 24% et les profits ont fondu comme neige au soleil à 0.004\$ par action, alors qu'ils étaient de 0.02\$ sur le premier trimestre 2014.

Le CEO Duncan Hon ne semble pas en grande forme. Il nous explique que la baisse du chiffre d'affaires est due à une marge plus faible sur les produits, des

News de nos sociétés

produits que la société a décidé de ne plus vendre, sans compter la grève du port de Los Angeles, et enfin ouf... la concurrence assez intense!

On ne peut pas dire que Hon embellit le tableau, vous en conviendrez. Ce qu'il propose pour remédier à cela, c'est essayer de revoir les prix de ces produits, mettre en place de nouvelles stratégies de vente et tenter de signer de nouvelles licences pour de nouveaux produits. Mais notre cher Hon dit clairement qu'il n'y a pas la moindre assurance que ces idées pour redresser la barre auront du succès!

Nous devons vous avouer que c'est la première fois que nous lisons la déclaration d'un CEO après un trimestre en bénéfice, même si ce bénéfice est minuscule, emprunt d'autant de lucidité. Et pourtant, notre première réflexion a été de dire qu'il ne semblait pas en forme, alors que ce CEO est simplement lucide et honnête dans sa déclaration. Nous pourrions considérer cette annonce comme un cas d'école, pour mieux faire comprendre qu'aucun investisseur n'est prêt pour ce genre de discours et encore moins prêt à investir sur une société dirigée par un CEO réaliste et lucide. L'investisseur est donc plus enclin à chercher du rêve ou des éléments positifs dans tous ses investissements, plutôt qu'une réalité pure et surtout très dure.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

La holding souffre très logiquement du ralentissement en Asie mais c'est essentiellement la faiblesse persistante de la roupie indonésienne, ainsi que des matières premières agricoles qui, par l'intermédiaire de la filiale Indofood, pèse sur ses résultats consolidés. Le bénéfice consolidé du groupe baisse de 14 % par rapport à l'année dernière.

FutureFuel (USA) Ticker : FF

La société résiste étonnamment bien à la baisse des produits pétroliers qui s'avère néfaste à sa branche « biocarburant » qui a généré, au cours du 1er semestre 2015, une marge brute négative (alors qu'elle était presque à l'équilibre au 1er semestre 2014). Mais, grâce à la division « chimie sur mesure », elle parvient à maintenir son bénéfice net au même niveau que l'année dernière, à 0,27 USD par action.

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Sur le premier semestre 2015, les reconnaissances de CA (Gafisa + Tenda) sont en hausse de +14% vs le S1 2014 à 1 111 M BRL. La marge d'EBITDA atteint 15,2% du CA vs 11,5% au S1 2014. Et le semestre se clôture sur un bénéfice de 60 M BRL, alors qu'au 30 juin 2014, nous étions sur une perte de -41 M BRL. La dette nette représente 50% de ses capitaux propres et la société peut encore tirer 877 M BRL sur ses lignes de crédit.

Les données du bilan confirment cette bonne santé, avec un ratio de solvabilité de 50%. La VANT est cependant en baisse de -4,8% à 4,23 USD. Principalement à cause des écarts de changes. Le BRL n'arrête pas de se déprécier au fur et à mesure des mauvaises nouvelles de l'économie brésilienne. A un cours de clôture de 1,21 USD au 31 août 2015, nous avons encore une belle marge de sécu-

News de nos sociétés

rité. La seule VANE est de 2,71 USD. Il faudra continuer à suivre de près les parités de change ainsi que le ratio de solvabilité dans les mois à venir.

Enfin, la vente de la filiale Tenda semble remise aux calendes grecques : « peut être en 2016 » précise le management. Ce qui n'est pas forcément un mal au vu des performances 2015 de Tenda (31,5 M BRL de bénéfices sur le premier semestre 2015). Tenda n'est plus le foyer de pertes historiques.

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

Un communiqué annonce qu'un comité d'entreprise va examiner l'offre de rachat du CEO John C.K. Sham.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Le bilan clôturé fin juin signe de notre point de vue un trimestre décevant, même si tout n'est pas négatif. De nouvelles pertes font passer la VANT de 9.41 \$ à 8.46\$. L'endettement est en légère diminution et les liquidités plus les placements courts termes sont toujours confortables à 10.41\$ par action. C'est au niveau des comptes de résultats que nous sommes déçus car nous recherchons toujours une confirmation chiffrée des annonces de décembre 2014 (à relire dans les News de la société sur notre site, pour les détails complets). Dans les revenus de jeux sur mobile, nous ne voyons toujours pas l'impact du jeu « Rescue Quest » dont le lancement avait été annoncé début 2015 dans 12 pays d'Asie et qui était sensé être en phase de traduction. Le seul revenu en augmentation est observé sur les abonnements de jeux en ligne, en progression de 4% sur les 6 premiers mois de 2015 comparé aux 6 premiers mois de 2014. La direction explique que c'est leur fameux jeu vedette le *Ragnarok* en ligne qui a enregistré 3 millions d'utilisateurs payant en Chine depuis le 11 mai 2015. Donc ce n'est effectivement pas du *blabla*. Et poursuit sur le fait que seront commercialisés deux autres jeux mobiles, en Chine via la société chinoise XD Network inc, nommé MMORPG (début 2016). Tout cela nous semble assez confus, d'autant plus que cette direction ne donne pas d'explication sur le projet « Rescue quest », jeu pour téléphone mobile. Nous constatons donc objectivement que les revenus sont en baisse de 13%. Nous observons également que les coûts fixes ont été rabaissés de 15%. La perte sur le semestre est donc de 1.39\$ par action.

Ce qui nous dérange le plus, c'est l'apparent manque de continuité dans l'information sur le lancement des nouveaux produits annoncé fin 2014. Par contre nous voyons clairement un premier point positif sur les abonnements en ligne et nous attendrons donc de voir des chiffres positifs pour les autres annonces. Ceci, couplé à un bilan qui reste solide à ce stade, nous permet de garder espoir de voir sortir la société par le haut, même si rien n'est encore gagné, loin de là.

Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF

En attendant les comptes consolidés du premier semestre, nous avons déjà quelques résultats.

Les profits sont certes en baisse, mais ils restent importants et positifs à 838 M HKD vs. 965 M HKD au 30 juin 2014, du fait d'un marché hôtelier moins porteur. De gros projets immobiliers et hôteliers sont en cours au Japon et en Chine.

News de nos sociétés

La direction communique au 30/06/2015 une valeur d'actifs net (ou NAV) de :
- 91,12 HKD ou encore 11,76 USD par action en valeur de marché, soit une décote de 72% pour un cours de 3,03 USD
- 176,69 HKD ou encore 9,89 USD par action en valeur comptable, soit une décote de 69% pour un cours de 3,03 USD
La vérité devant être entre ces deux valeurs, autour des 10 USD par action. La décote reste importante au cours actuel de 3,03 USD par action.

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

Voilà une société industrielle qui présente des résultats d'une stabilité confondante... Au cours du 1er semestre, le bénéfice d'exploitation a augmenté de 9,5 % mais des pertes de change ont ramené le résultat net par action à un niveau proche de celui de l'année dernière (0,16 CAD). La VANT s'établit à 3,52 CAD, laissant encore un potentiel d'appréciation théorique par rapport au cours actuel de 60 %.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Contrairement à ce qu'il pouvait sembler logique d'attendre du fait de l'exposition importante de la société de câble au Brésil (qui est entrée récemment en récession), les résultats sont bons sur le premier semestre de l'exercice 2015. L'activité est en hausse de +3,0% à 188,4 M EUR et le résultat opérationnel atteint 3,4 M EUR. Il est en hausse de +10,6%. Étonnamment, c'est même le marché brésilien qui a tiré l'activité par le haut, le marché européen étant encore morose. La dette baisse un peu (-1,3 M EUR) à 48,4 M EUR. Et le groupe continue d'investir. Et en cerise sur le gâteau, malgré les incertitudes économiques au niveau mondial, le management s'attend pour l'exercice 2015 à une amélioration des marges et des résultats.

Concernant les données du bilan, nous notons que la VANT de la société a augmenté de +0,3% sur le T2 2015 et s'établit à 4,86 EUR représentant un potentiel de plus de 120% par rapport au cours de clôture du 31 août. La VANE ressort à 3,74 EUR et le ratio de solvabilité à 58%.

LeapFrog Entreprises Inc (USA) Ticker : LF

Le premier trimestre de la société clôturé au 30 juin est vraiment mauvais. La VANT passe de 2.55\$ à 2.21\$. Les ventes sont en chute de 18%. Nous voyons aussi que les coûts fixes sont en augmentation de presque 4%. La société signe un premier trimestre en perte de -0.39\$ par action, au lieu de -0.23\$ un an plus tôt.

Plus inquiétant encore, la rotation des stocks est passée, d'une moyenne sur 3 ans, de 93 jours à 226 jours sur ce trimestre. Et le délais de paiement des factures a plus que doublé, puisqu'il était de 26 jours en moyenne sur 3 ans et est passé à 60 jours sur ce trimestre. De ce fait, la valeur net-net de 2.17\$ a été traitée et vaut 0.84\$ par action....

La seule bonne nouvelle du mois est venue le 20 août: il s'agit du lancement d'une nouvelle tablette, la « LeapFrog Epic »...sous Android: une première. La direction explique que cette tablette est pleine de nouvelles fonctionnalités et

News de nos sociétés

encore plus interactive. Et que le contenu sera capable de mieux s'adapter à l'âge de l'enfant, sur plusieurs années.

Nous pensons pour notre part que le bilan de la société a un besoin rapide de cette nouvelle tablette pour redresser la barre. D'autant plus que le cours de la société est passé sous les 1\$ depuis le 12 août à 0.92\$ au moment où nous écrivons ces news. Et que si rien ne change, une menace de délistement finira bien par arriver.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG

Nous prenons connaissance du rapport annuel 2015 arrêté au 31 mai 2015. Il nous manquait les données relatives aux constructions et terrains pour finaliser notre calcul de la VANE (qui intègre l'actif courant + (l'immobilier en valeur historiques - 20%) - le total du passif). Du fait des effets de change, la valorisation historique des terrains et immeubles baisse de 150 k GBP. Et nous obtenons ainsi une VANE de 0,44 GBP par action.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

La valeur patrimoniale de la société clôturée au 30 juin est stable à 5.08\$. Par rapport à 2014, les pertes ont été fortement réduites malgré un chiffre d'affaire en recul de 10%. C'est donc grâce à un coût des produits en baisse de 20% et aux frais fixes en baisse de 12% que la société parvient à contenir sa perte à -0.14\$ sur ce premier semestre 2015, alors que la perte était de -0.80\$ un an plus tôt sur la même période.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

La société de grands magasins suisse souffre de franc fort. Malgré une hausse de +1,1% de l'activité à 47,3 M CHF en comparaison avec le premier semestre 2014, les 6 premiers mois de 2015 se soldent par une forte baisse du résultat opérationnel qui est divisé par 9 à 0,1 M CHF. Avec un impact négatif de plus de 1 M CHF du résultat financier, la perte atteint 1 M EUR au 30 juin 2015.

Ces nouvelles plutôt moyennes impactent le bilan. La VANT est en baisse de -5,2% à 353,95 CHF. Ce qui représente encore un potentiel de 85%. La solvabilité reste excellente à 85% et les collatéraux immobiliers sont toujours là (184 M CHF en valeur d'acquisition pour mémoire, ou encore 338 CHF par titre participatif).

Enfin, il est important de noter que le 30 septembre sera le dernier jour de cotation sur la bourse suisse réglementée. Ensuite, dès le 1er octobre, le titre sera coté sur un marché OTC géré par la banque cantonale de Berne. C'est pourquoi, déconnecté de tous les fondamentaux, en posant le pour et le contre, nous avons préféré vendre notre position plutôt que de prendre le risque de détenir des titres avec une liquidité trop limitée.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Lors de la publication de son point semestriel, nous apprenons que la « vieille dame » luxembourgeoise a fortement renforcé son segment « private equity » avec des investissements en Belgique, en France et en Allemagne.

News de nos sociétés

D'ici quelques jours, nous ferons un point et recalculerons la valeur de holding du groupe. Vous pourrez prendre connaissance de ces éléments dans la nouvelle rubrique « holding » en zone premium, rubrique qui avait été inaugurée par la présentation schématique de Jardine Strategic.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

La petite entreprise retail en perpétuel redéploiement annonce une nouvelle perte pour son exercice 2015 (clôturé le 31/03). Néanmoins, si on excepte une réduction de valeur sur le goodwill, celle-ci est limitée à 3,1 Gbp par action (vs 7,2 Gbp l'année précédente). Les ventes sont en hausse de 10 %.

La direction estime que cette perte est due presque exclusivement aux efforts importants de marketing consentis pour faire émerger la division « Garden & Home » qui est la division sur laquelle le management compte s'appuyer pour générer de la croissance future. Celle-ci voit d'ailleurs ses ventes doubler.

La direction semble optimiste pour l'avenir et même envisage de commencer prochainement la mise en paiement de dividendes : en effet, en raison de l'importance des pertes reportées, une telle distribution est illégale. C'est la raison pour laquelle il sera proposé aux actionnaires une réduction de capital social par apurement des pertes reportées, ce qui « débloquera » la contrainte légale et permettra, si la trésorerie le permet, la mise en paiement de dividendes futurs.

Paradise (USA) Ticker : PARF

Le bilan semestriel de la société clôturé au 30 juin nous montre une valeur patrimoniale en recul à 39.11\$. Les ventes sont en recul de 10% par rapport au premier semestre de 2014. Le coût des produits est en hausse de 6.38%, mais également les frais fixes qui sont aussi en hausse de 9.81%. La perte finale est de -0.52\$ par action au lieu de -0.09\$ par action un an plutôt sur la même période.

Dans le détail des ventes par segments, nous sommes assez surpris de constater une chute de 32.35% des fruits confits alors que le segment plastique recule de 2.40%, le tout comparé bien entendu au premier semestre 2014.

Profire Energy Inc (USA) Ticker : PFIE

Le premier trimestre de la société clôturé au 30 juin n'est pas terrible. Le chiffre d'affaires est en recul de 48%. Si le coût des services peut difficilement être compressé dans ce type de business parapétrolier (et c'est le cas pour cette société), le coût des produits peut être plus facilement ajusté selon les commandes en basse conjoncture. Et la société Profire Energy a donc réduit ses coûts de produits de 42%. Les frais fixes réduits de 18% montrent une réelle volonté de la direction de s'adapter au ralentissement du marché, chose qui ne nous était pas apparue clairement lors de notre analyse sur plusieurs années. Bien entendu, nous demandons confirmation dans les prochains trimestres, pour juger de la réelle volonté de la direction.

Vu la chute assez sévère du chiffre d'affaires, nous pensons qu'une perte de -0.01\$ par action n'est pas dramatique au regard du cash de la société de 0.32\$ par action, mais aussi d'un endettement total très léger de 0.04\$ par action.

News de nos sociétés

Bien sûr qu'à ce stade la société semble toujours solide pour attendre une remontée du cours du pétrole. Mais quelques rounds d'observations nous semblent encore nécessaires à ce stade pour juger du bien fondé de notre analyse.

Rubicon (USA) Ticker : RBCN

Le second bilan de l'année, clôturé le 30 juin, nous montre une VANT passant de 6.89\$ à 6.57\$. Un chiffre d'affaires sur les 6 premiers mois de l'année en recul de 45% laissait présager le pire, mais la société en compressant le coût des produits et des frais fixes, parvient à limiter la casse avec une perte nette de -0.65\$, alors que la perte sur la même période en 2014, était de -0.82\$. Sur le seul second trimestre, la perte est de -0.33\$ au lieu de 0.39\$ sur le même trimestre 2014. Nous voyons clairement dans ce bilan un ralentissement sur les 3 pays d'Asie où la société déroule ses activités. Les chiffres d'affaires en Chine, Corée et Taiwan ont baissé de respectivement -63% , -51% et -52%.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Les résultats du 1er semestre de la mine or/argent sont satisfaisants. Les coûts d'extraction de la mine d'argent de Pirquitas sont en diminution (15,23 USD l'once) tout comme ceux de la mine d'or de Marigold (885 USD l'once).

Le résultat d'exploitation devient positif (même si la perte de l'année dernière était due, en partie, à des éléments exceptionnels) et la société affiche même un petit résultat net par action de 0,02 USD, pas mal du tout pour une période très défavorable aux extracteurs de métaux précieux.

Enfin, nous apprenons que Silver Standard a déboursé une toute petite partie de sa plantureuse trésorerie pour acquérir des terrains contigus au site de Mari-gold.

Skyline Corp (USA) Ticker : SKY

Le bilan annuel de la société, clôturé fin mai, nous montre une valeur patrimoniale en baisse passant de 4.54\$ à 4.28\$. Le compte de résultats est parasité par plusieurs points. La revente du segment *mobil home* a généré une perte de 0.24\$ par action, donc moins bien que prévu, suite à une réduction de la valeur de l'inventaire. C'est une opération clôturée. Dans ce compte de résultats nous avons encore 6 mois de pertes dues à ce segment *mobil home*, puisqu'il a été vendu en novembre 2014 et dont nous n'avons pas de détail. Mais nous voyons que la perte des activités hors exceptionnel est de -0.50\$ alors qu'elle était de -0.87\$ sur l'exercice 2014. C'est vrai que c'est assez décevant et pourtant le chiffre d'affaires a bondi de 22% sur un an et si l'on se penche sur le détail par segment, nous voyons que le préfabriqué, qui pèse 79% du chiffre d'affaires, a augmenté de 23%. Et que le modulaire qui pèse 13% du chiffre d'affaires est en recul de 5.34%. Et enfin que les chalets pour camping qui pèsent 8% du chiffre d'affaires, a augmenté de 102%.

La direction nous explique qu'elle veut poursuivre le développement des trois segments qu'elle a gardé et réduire les coûts. Pour notre part, nous sommes intéressés par le prochain bilan, leur premier trimestre, sur la période printemps/été, pour voir noir sur blanc si la stratégie mise en place est la bonne et si la société renoue avec les profits.

News de nos sociétés

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : 7463

La société de plantation du groupe franco-Belgo-Luxembourgeois « Bolloré-Fabri » souffre assez logiquement des prix déprimés de l'huile de palme. Malgré une faible hausse du chiffre d'affaires symbolique de 1 % (due à la hausse des quantités vendues), le résultat d'exploitation est divisé par 2 et le bénéfice net par action divisé par 3 à 0,72 euros par action. Néanmoins, si on fait abstraction de la variation de la juste valeur des actifs biologiques du groupe (en plus clair, de la valeur des palmiers), le résultat d'exploitation reste stable.

La VANT s'établit à 30,72 euros

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

Au 30 Juin 2015, la société offrait une répartition d'actif suivante :

51.60% d'actions

26.40% d'obligations

22.10% de liquidités ou placements court terme

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

50.60% d'actions

26.10% d'obligations

23.30% de liquidités ou placements court terme

La répartition ne subit pas de grand changement en juillet

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Le bilan du second semestre clôturé le 30 juin n'est pas encore impacté par les annonces que nous vous avons relatées le mois passé. En résumé, la société allait quitter la Malaisie et vendre son patrimoine et ses actifs dans ce pays. Les chiffres du semestre sont une espèce de flash-back, venant confirmer qu'il fallait faire quelque chose, puisque les revenus sont par exemple inférieurs au coût des produits, rendant la perte inévitable puisque l'on vend moins cher que cela ne coûte! La VANT de la société est passée de 2.97\$ à 2.82\$. Sur le compte de résultats, le chiffre d'affaires est en recul de 16%. Les dépenses R&D se poursuivent et sont en augmentation de 29% sur le semestre, tandis que les frais fixes stagnent. Au final, la perte de -0.33\$ par action est moins importante que voici un an à -0.52\$. Mais cela ne signifie rien à ce stade où la restructuration de la société va apparaître dans le prochain bilan, ainsi que les conséquences positives, nous l'espérons, de l'annonce par la direction du départ de Malaisie. Nous attendons déjà le prochain bilan avec impatience.

Symphony International (Iles Vierges Britanniques) Ticker : SIHL.L

La NAV du fonds fermés asiatique s'établit, au 30/06, à 1,263 USD par action, en baisse de 7 % depuis le début de l'année.

Tecumseh (USA) Ticker : TECU

Pas grand chose de nouveau sur la proposition d'OPA conjointe de Mueller Industries et de Atlas Holding, proposant 5\$ par action.

Le bilan du second trimestre disponible nous montre une VANT en légère progression, à 7.09\$ par action. Et une réduction des pertes de -0.08\$ par action au lieu de -1.07\$ un an plus tôt. Et pourtant les ventes sont en recul de 15%, mais

News de nos sociétés

elles sont contrebalancées par un coût des produits en recul de 19% et des coûts fixes en recul de 6%. Tout ceci comparé à la même période en 2014. Le seul point noir relevé avant l'OPA nous ayons fait mettre la société sous observation pour un an, c'est la solvabilité de 36.12% en légère amélioration aussi, puisqu'elle était de 35.67% avec le dernier bilan...

Nous pensons donc que ce dernier bilan est plutôt positif, avec des signes légers d'amélioration. S'il est difficile d'imaginer à ce stade une surenchère de Mueller Industries et de Atlas Holding sur leur propre offre, il n'est pas trop tard pour encore espérer l'offre un peu plus généreuse d'une autre société, car la valeur net-estate de la société est de 4.80\$!

Vianini Lavori (Italie) Ticker :VLA.MI

Si l'OPA lancée par l'actionnaire majoritaire ne peut pas être considérée comme un échec, puisque celui-ci détient à présent 90 % du capital, on ne peut pas la qualifier non plus de « succès éclatant ». L'initiateur de l'offre compte néanmoins tenter d'acquérir les actions restantes et la détention de 90 % du capital lui permet de demander la radiation des actions de la cote. A noter que le cours actuel de 6,97 euros est supérieur à celui, radin, de l'OPA (6,90 euros).

En attendant les résultats semestriels ont été publiés et sont plutôt bons : le résultat d'exploitation est au même niveau que l'année dernière en terme courant et il est même multiplié par 3,5 si on tient compte de la reprise d'une provision qui avait été constituée antérieurement pour un litige.

Vu l'imminence de la radiation de la cote, nous cessons le suivi de cette société qui, rappelons-le, n'a jamais figuré dans notre portefeuille, contrairement à sa « sœur » Vianini Industria.



Analyses de société

Richardson Electronics Ltd.

(Nasdaq, Ticker: RELL / ISIN : US7631651079)

I. Introduction



Richardson Electronics est une entreprise des solutions d'ingénieries ainsi que des consommables et des pièces de rechange pour diverses applications comme les émissions de CO2, la découpe laser, les écrans plasma, les radars et l'oncologie.

En outre, depuis 2011 et l'acquisition de sa filiale Powerlink, elle fournit également des services techniques pour le marché des communications par satellite en Europe et au Moyen-Orient. Depuis la mi-2014, une nouvelle branche d'activité, spécialisée dans les services et la maintenance de l'imagerie médicale, a été lancée.

Ses clients sont variés (aucun client ne représente plus de 10 % des ventes) et issus des secteurs des soins de santé, l'aviation, les énergies alternatives, les communications, la marine, la défense ou les semi-conducteurs.

Parmi les clients de la société, on retrouve quelques grands noms comme, entre autres, General Electric, Thales, Hitachi, Panasonic, Siemens et Toshiba... mais aussi une vieille connaissance, daubasse AOC de notre portefeuille, Hammond Manufacturing.

Richardson Electronic est active partout dans le monde : 56 % des ventes sont effectuées hors des USA.

Ses activités tournent donc autour de deux grands axes : d'une part la prestation de services d'ingénieries et d'autre part un rôle de « grossiste » grâce à des accords de distribution (parfois en exclusivité) avec des fabricants de composants.

Les deux derniers exercices comptables se sont soldés par des résultats déficitaires, ce qui met bien évidemment le cours sous pression.

Nous travaillons avec les comptes annuels arrêtés au 31/05/2015.

Le 19/08/2015, nous avons acheté 640 actions Richardson Electronic à un prix de revient, taxes et frais de courtage inclus, de 5,72 USD.

Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 11,79 USD par action, duquel nous soustrayons l'ensemble du passif et nous obtenons une VANN de 9,72 USD par action.

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



Richardson est propriétaire d'une partie de l'immobilier qu'elle occupe (un immeuble situé aux USA, un en Italie et le troisième en Espagne).

Elle a également pris en location 30 autres immeubles. Les immeubles détenus en propre ont été acquis pour un montant de 1,50 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur ce montant, ajoutons la

VANN et obtenons une VANE de 10,91 USD.

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et nous constatons, heureuse surprise, que le poste principal est constitué de **cash disponible** pour un montant de 5,45 USD par action. Ce poste n'appelle pas de commentaire particulier si ce n'est qu'il correspond presque à l'équivalent du cours actuel.

Mais ce n'est pas tout : il existe également un poste de **placement de trésorerie** qui représente 1,73 USD. Autrement dit, Richardson cote pour moins que la valeur de ses liquidités disponibles et il est aujourd'hui possible à l'actionnaire d'obtenir toutes les activités opérationnelles de Richardson non seulement gratuitement... mais en recevant de l'argent en sus ! (notons cependant que Richardson ne correspond pas exactement à ce que nous appelons une « triple net » : si nous ôtons le passif opérationnel, la valeur triple net s'établirait à 5,11 USD, soit légèrement en dessous du prix d'achat).

Néanmoins, après la clôture de ses comptes, l'entreprise a procédé à une acquisition pour laquelle elle a déboursé 0,90 USD par action en échange de divers actifs. Même si ces actifs acquis vont sans doute augmenter la valeur des autres postes du bilan, par prudence, nous amputons purement et simplement la valeur du poste de trésorerie de ce montant, quitte à tout ajuster lors de la publication du prochain rapport financier.

Les **créances commerciales** sont payées en moyenne à 55 jours, légèrement plus tard que la moyenne des 3 derniers exercices comptables qui s'établit à 50 jours. Nous constatons aussi que la direction a acté des provisions à titre de créances douteuses pour un montant



Analyses de société

correspondant à 1,3 % de l'en-cours. Malgré cette prudence dans les règles d'évaluation et le fait que le délai de paiement nous semble tout-à-fait raisonnable, nous prenons une marge de sécurité de 10 % supplémentaire sur ce poste pour tenir compte du ralentissement dans les délais de paiement et l'amputons donc de 0,15 USD.



Les **marchandises restent en stock** en moyenne pendant 148 jours, ici aussi, en léger ralentissement par rapport à la moyenne de 133 jours des années précédentes. S'il nous semble logique qu'un grossiste conserve des stocks conséquents afin de répondre *just in time* aux demandes de ses clients, le risque d'obsolescence des produits détenus nous semble assez élevé. La direction a d'ailleurs acté des réductions de valeur sur les stocks pour une valeur correspondant à 7 % du coût d'acquisition, ce qui nous semble un signe de prudence dans l'application des règles d'évaluation. Néanmoins, notre prudence de sioux nous impose de réduire la valeur de ce poste de 25 % supplémentaire et nous l'amputons donc de 0,71 USD supplémentaire.

Nous retirons entièrement de la valeur de l'actif courant le **poste d'impôts différés à court terme**, soit 0,06 USD.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** relevés au niveau du calcul de la VANE (1,20 USD), nous reprenons les **installations** et **équipements** pour 5 % de leur valeur d'acquisition, soit 0,05 USD.

Mais il y a mieux : en plus de son portefeuille de placements à court terme, la société détient aussi un **portefeuille de placement à plus long terme** constitué de placements de trésorerie à plus d'un an, mais aussi et surtout d'actions cotées évaluées à leur valeur de marché à la clôture des comptes. Nous reprenons ce poste pour 90 % de sa valeur aux livres, soit 0,76 USD.

Nous ne tenons pas compte de l'effet des **stocks options** comme source de **dilution** potentielle : elles sont peu nombreuses et leur prix d'exercice se situe, majoritairement, significativement plus haut que le cours actuel.

Nous remarquons aussi l'existence d'actions de catégorie B qui sont détenues exclusivement par le CEO, Monsieur Richardson. Ces actions B procurent 10x plus de droits de vote que les actions A (ce qui assure à Monsieur Richardson 65 % des voix à l'assemblée générale) mais sur le plan économique, elles sont convertibles à raison d'une action B pour une action A. Et sur le plan du dividende, elles ne reçoivent que 90 % du dividende qui est distribué aux détenteurs d'actions A. Nous pensons donc que si le CEO a voulu s'assurer d'avoir les mains libres pour gérer sa société, il a aussi accepté de compenser vis-à-vis des petits porteurs en leur octroyant une plus grande part des richesses sorties de la société.

Analyses de société

Il y a par contre un phénomène qui nous plaît un peu moins : le fait qu'au cours de ces dernières années, la société ait racheté à Monsieur Richardson une partie de ses actions B. Si ces rachats ont été fait au prix auquel cotaient les actions A à l'époque, c'était aussi à un niveau de prix bien supérieur au cours actuel (+/- autour de la VANT) et nous voyons là une source de dilution forcée des petits porteurs. Au moins, le cours actuel ne devrait pas inciter le CEO à lancer pareille opération...

Hors bilan, nous relevons des **engagements de loyers futurs à payer** dont nous tenons compte pour 50 % de leur valeur, soit 0,11 USD.

Il existe également quelques **litiges** marginaux qui n'auront aucune incidence significative sur la valeur de la société. Par contre, un contentieux lié aux lois anti-trust a bien été provisionné dans le bilan de la société.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Richardson en cas de Mise en Liquidation Volontaire à 9,79 USD par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Si la société a bel et bien dégagé des résultats opérationnels positifs dans le passé, l'ampleur des pertes sur les deux derniers exercices ne permet pas de calculer la moindre VCB.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 5,72 USD, il est possible d'acquérir des actions Richardson avec une marge de sécurité de :

- 19 % sur son cash disponible et son portefeuille d'actions après le débours pour l'acquisition « post clôture »
- 41 % sur sa VANN
- 48 % sur sa VANE
- 42 % sur sa VLMV

Le potentiel théorique cours/VANT est de 98 %.

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

Les pertes cumulées de 2014 et 2015, après un résultat 2013 juste à l'équilibre, ont probablement fait fuir les investisseurs. Néanmoins, nous pensons qu'une partie de l'explication de ces pertes se trouve dans la politique comptable con-



Analyses de société

servatrice de la direction.

Ainsi, pour l'exercice 2015, nous relevons que plus de la moitié de la perte d'exploitation a été causée par le renouvellement de l'outil informatique et par des frais d'intégration des acquisitions. Deux éléments que bien des directions d'entreprise auraient « activées » sans les faire passer en coût dans le compte de résultat. De même, en 2014, les deux tiers de la perte opérationnelle ont été supportés par « la mise à 0 » du goodwill et des indemnités de licenciement.

En faisant abstraction de ces éléments non récurrents, il aurait été possible de calculer une VCB pour Richardson qui se serait établie à 7,50 USD.

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

Il est clair que, faute d'un retour à une situation bénéficiaire malgré les récentes acquisitions qui « brûlent du cash », la marge de sécurité dont nous disposons fondra comme neige au soleil.

Notons à ce sujet que la poursuite de la distribution d'un dividende trimestriel n'est pas spécialement pour nous plaire puisque la société ne génère pas, pour l'heure, de cash-flow et puise donc dans sa trésorerie pour assurer ce paiement. D'ailleurs, l'arrêt de la mise en paiement du dividende pourrait très bien s'avérer être un catalyseur négatif ...

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

Selon nous, les principaux catalyseurs pour un retour du cours sur des ratios plus élevés résident dans la principale force de la société : son trésor de guerre.

D'une part, nous constatons une diminution constante du nombre d'actions en circulation (- 35 % en 5 ans), ce qui fait mécaniquement augmenter la valeur intrinsèque des actions restantes.

Mais le meilleur serait évidemment un retour aux profits. Richardson investit une bonne partie de sa tirelire dans différentes acquisitions qui sont probablement effectuées dans cet objectif (notamment, l'ancien propriétaire de la dernière acquisition percevra une indemnité équivalent à 20 % de l'Ebitda - résultat opérationnel avant amortissements - si celui-ci est, dans l'avenir, supérieur à 2 millions USD, soit 17 % du prix d'acquisition des actifs).

Reste évidemment à savoir si ces acquisitions sont judicieuses et si elles s'intégreront harmonieusement avec les autres activités de Richardson... mais cela, seul l'avenir nous le dira.

Analyses de société

Hyduke Energy Services Inc.

(Toronto, Ticker: HYD.TO / ISIN : CA4489431003)

I. Introduction



Revoici une daubasse que nous avons déjà croisée. En effet, nous avons acheté 1 000 titres de Hyduke Energy Services la 14 avril 2014 à un coût unitaire de 0,40 CAD par action. Après un joli parcours boursier, nous revendions le titre dont la valorisation dépassait la VANT le 12 janvier 2015 à 0,76 CAD, réalisant au passage une plus-value de +90% en CAD et de +105% en euros, frais de courtage et taxes comprises.

En voyant dans nos radars la belle souffrir, nous nous sommes de nouveau penchés sur son cas. Mr Le Marché est en phase de déprime. Il nous propose à nouveau, la même société, désormais à 0,25 CAD. Valorisant ainsi la société 7,7 M CAD. Et pourtant, peu de choses ont changé au niveau des actifs. La raison de cette chute vertigineuse (cours divisé par 3 depuis notre vente) sont connues de tous : chute du baril, baisse des investissements des sociétés pétrolières et donc, commandes en baisse pour les entreprises parapétrolières, dont Hyduke Energy Services.

Voici le rappel sur l'activité de la société.

Hyduke est un fournisseur canadien d'équipement de forage et d'entretien des puits qui fabrique des plates-formes terrestres de forage, des pompes, des treuils, des grues, ... Elle fournit aussi des équipements « clés en main » et des services après-vente.

La société existe depuis 1972 et est active pratiquement partout dans le monde : Amérique du nord et du sud, Russie, Afrique du Nord, Moyen-Orient, Australie et Asie du sud-est.

Sur le premier semestre 2015, l'activité a chuté de 47,5% et les pertes opérationnelles atteignent 2,2 M CAD. Voici pour le contexte. Tableau noir complet.

Nous avons réalisés la présente analyse avec les comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014 et sur la base de 30 796 264 actions, sans tenir compte des dilutions potentielles, car les prix d'exercice sont au-delà de 0,60 CAD. Notre achat s'est effectué à 0,21 CAD.

Analyses de société

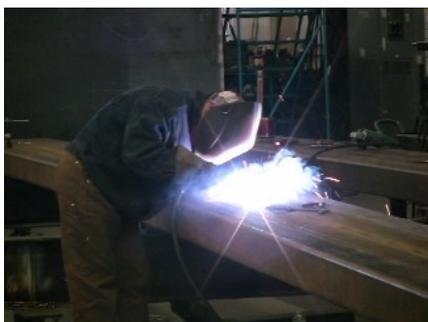
II. La Valeur d'Actif Net Net (VANN)

L'actif courant s'élève à 0,62 CAD. Nous amputons ce montant du total du passif, soit 0,41 CAD mais aussi d'un « redressement automatique » du poste de stock en raison d'un ralentissement important dans sa vitesse de rotation. Le montant de ce redressement s'élève à 0,02 CAD. En fonction de ces éléments, nous établissons la VANN de Hyduke à 0,21 CAD.

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

La société est propriétaire de terrains et constructions acquis pour un coût total de 0,35 CAD par action. Après application de notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % et ajout à la VANN, nous obtenons une VANE de 0,47 CAD.

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



Nous commençons par l'**actif courant** et à son poste principal qui est constitué des **stocks** qui tournent en moyenne à 91 jours, en augmentation par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices comptables (72 jours). La grosse majorité de l'inventaire est composée de produits finis ou semis finis. Cet allongement de la détention des stocks est bien entendu lié à la baisse de l'activité. Il est possible

que ce stock soit constitué de quelques pièces qui ne seront pas vendues facilement. Aussi, nous réduisons la valeur comptable de 30%, et retenons 0,18 CAD par action.

Le second poste de l'actif courant est constitué des **liquidités** et n'appelle aucun commentaire. Nous le reprenons comme tel à 0,15 CAD par action.

Viennent ensuite les **créances**. Elles ont été payées en moyenne à 83 jours en 2014 alors que la moyenne des 3 derniers exercices est de 94 jours. Malgré cette amélioration de compte clients, nous préférons rester prudent au vu des déboires actuels du secteur. Nous décidons de prendre une marge de sécurité de 25% sur ce montant. Ce qui donne un montant de 0,10 CAD par action.

Le poste suivant est constitué des **actifs détenus pour être cédés**, pour un montant de 2 177 k CAD. Etant donné l'objectif de réalisation à court terme, le montant de réalisation ne doit pas être très loin de la valeur comptable. Nous décidons de prendre une marge de 10% sur ce montant, pour retenir dans notre calcul 0,06 CAD par action.

Enfin, les derniers postes de l'actif courant sont des **prestations non encore facturées** et des **factures payées en avance** pour 0,02 CAD par action. Nous reprenons ce montant tel quel.

Analyses de société

Nous passons aux **actifs fixes**, outre les **immeubles** repris dans le calcul de la VANE pour 0,28 CAD par action après la prise en compte de notre marge de sécurité de 20%. Nous tenons compte des **installations** et **équipements de production** pour 5 % de leur valeur nette (déjà amortie), soit 0,02 CAD.



Nous reprenons l'**actif incorporel** pour 0.

En **hors-bilan**, nous constatons des obligations sous formes de **leases** pour 836 k CAD, soit 0,03 CAD. Nous considérons ce montant comme étant une charge certaine à venir.

Enfin, le **total du passif** représente 0,41 CAD par action.

Voici le détail de la VMLV par action, en CAD :

+ stocks : 0,18
 + liquidités : 0,15
 + créances : 0,10
 + actifs à céder : 0,06
 + prestations non facturées / paiements en avance : 0,02
 + terrains et immeubles : 0,28
 + installations et équipements : 0,02
 - obligations contractuelles : -0,03
 - total passif : -0,41

 VLMV = 0,37 CAD

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Si la société a bel et bien généré des profits au cours des 5 derniers exercices, les pertes de 2010 et 2014 l'emportent sur la période. Il n'est donc pas possible de calculer de VCB pour Hyduke.

VI. Conclusions

A notre prix d'achat de 0,21 CAD, nous avons obtenu une marge de :

55% sur la VANE
 43% sur la VLMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) de 0,60 CAD s'établit à +186%.

Le ratio de solvabilité est de 71%, bien au deçà de nos 40% minimum exigés.

Analyses de société

L'arrivée de la nouvelle direction que nous annonçons lorsque nous suivions la société semble porter ses fruits en terme de prises de parts de marché, au niveau stratégique et sur la baisse des frais administratifs (-891 k CAD en 6 mois).

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

Comme nous l'avons indiqué dans l'introduction, l'activité est en forte baisse depuis le début de l'année 2015 (quasiment divisée par 2 en comparaison avec le premier semestre 2014) et l'environnement est de plus en plus morose pour toutes les entreprises parapétrolières qui subissent de plein fouet la baisse des cours du pétrole.

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



Un pétrole qui continuerait à se déprécier et des entreprises dans le secteur qui n'investiraient plus du tout porteraient un coup très dur, au fil des trimestres, sur la pérennité de l'entreprise.

A noter que malgré la solidité financière de l'entreprise, sa dette de 7,9 M CAD arrive à échéance avant les 12 prochains mois du fait de la renégociation de ses covenants bancaires. Il faudra donc que la société renégocie cette dette dans les meilleures conditions.

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

Le management sait qu'aujourd'hui la tendance n'est pas porteuse. Mais ne compte pas patiemment attendre une remontée des cours du pétrole. Dans le dernier rapport, elle entrevoit son avenir sereinement du fait de la solidité de son bilan en deux points :

1. Conserver les meilleurs travailleurs de l'industrie et déployer ses actifs actuels et élargir sa base de clientèle
2. Regarder le marché pour acquérir, autant des nouvelles compétences à des prix bradés, que des nouveaux portefeuilles de clients
3. Se diversifier du secteur oil and gas pour ne pas être à 100% dépendant d'un secteur en souffrance

De biens beaux projets qui, s'ils se concrétisent, permettront au cours d'Hydruke de retrouver de sa plus belle.

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