

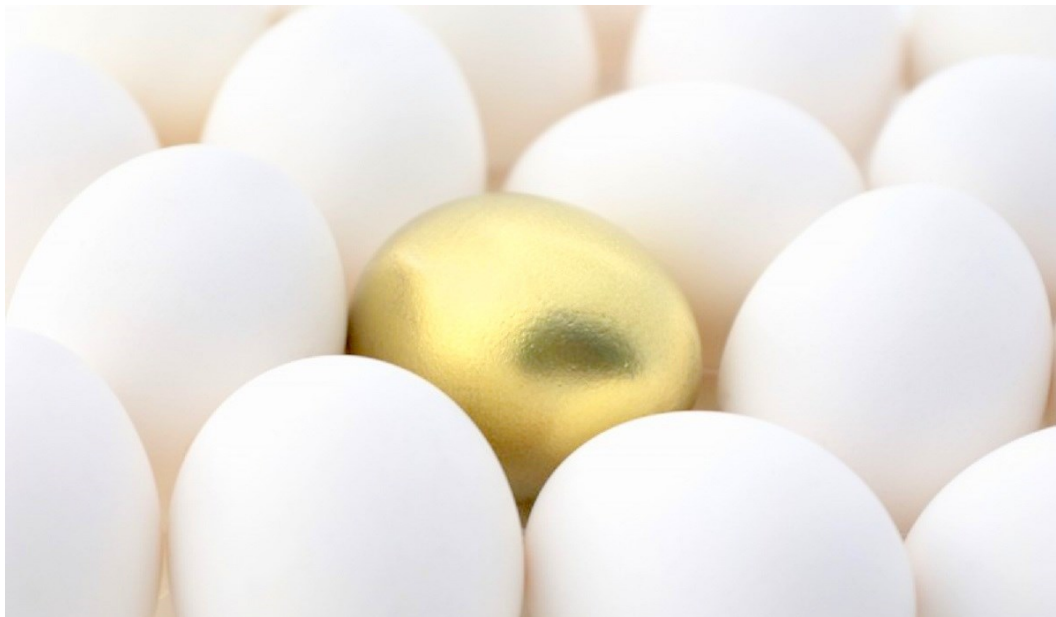
Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 10
Suivi des sociétés analysées	page 12
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société Dillard's Inc.	page 21
Analyse de la société Bernard Loiseau	page 29
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 33

Edito



Septembre 2015. La diversification : mythe et réalité.

Vous connaissez, ami(e) lecteur(trice), notre goût immodéré pour la diversification. Nous n'allons pas, à nouveau, évoquer les raisons qui nous poussent à acquérir un grand nombre de lignes différentes : nous l'avons déjà détaillé en long et en large dans notre blog.

Nous allons simplement vous retranscrire ici un passage de « L'investisseur Intelligent », ouvrage mythique de Benjamin Graham.

« Il y a un lien étroit entre le concept de marge de sécurité et le principe de la diversification. On est en corrélation avec l'autre. »

Même avec une marge en faveur de l'investisseur, une action prise individuellement peut contre performer. En prenant une grosse marge de sécurité, on augmente les chances de profit par rapport aux malchances de pertes mais une perte n'est pas impossible. Mais, en augmentant le nombre de lignes qui présentent une grosse marge de sécurité, on augmente les probabilités que l'ensemble des bénéfices sera supérieure à la somme des pertes. »

Ou encore :

« La diversification est un principe de base d'investissement prudent. En l'acceptant, les investisseurs apportent vraiment la preuve de leur adhésion au principe de marge d'innocuité, principe duquel la diversification est le complément. »

Et pourtant, beaucoup nous assènent que Warren Buffett, le plus grand investisseur de tous les temps, bien qu'élève de Benjamin Graham, était opposé à la

Edito

diversification comme en témoigne cette citation :

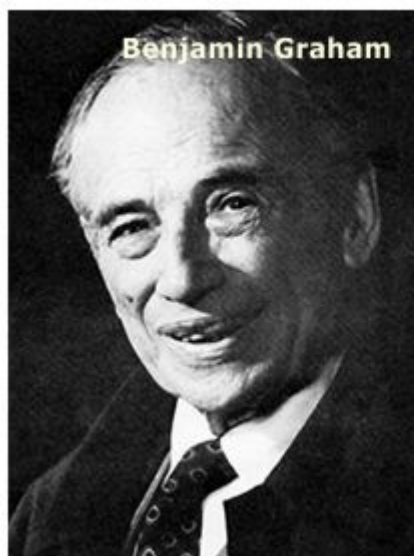
« La diversification est une protection contre l'ignorance, il n'a guère de sens pour ceux qui savent ce qu'ils font. »

L'approche de Warren Buffett serait-elle à l'opposé de celle de Benjamin Graham, son mentor ?

En 2014, il déclarait que *« L'objectif d'un non professionnel ne devrait pas être de choisir des gagnants mais qu'il devrait être plutôt s'exposer à un portefeuille diversifié de valeurs »*. Il considère d'ailleurs qu'un fonds indiciel faiblement chargé en frais fera parfaitement l'affaire.

Tiens, tiens... le chantre de l'investissement focalisé n'en serait-il finalement pas adepte ?

En fait, la stratégie d'investissement de Warren Buffett diffère de Ben Graham sur un point important : Graham avait une approche purement quantitative de l'investissement alors que Buffett se distingue en utilisant une combinaison d'analyse qualitative et d'analyse quantitative. L'analyse qualitative suppose de visiter les entreprises, parler à la direction et de tenir compte des perspectives.



Pour un investisseur non professionnel, faire l'analyse qualitative serait extrêmement chronophage. C'est pourquoi Warren Buffett suggère l'utilisation de la diversification par l'investisseur non professionnel. L'Oracle d'Omaha fait donc la différence entre un investisseur professionnel et un non-professionnel. Un investisseur professionnel a plus de chances de savoir ce qu'il fait en raison des ressources qu'il a à sa disposition et il pourrait donc se concentrer sur l'investissement dans leurs meilleures idées... même si, de notre point de vue, un « cygne noir » n'est jamais à exclure totalement.

Ceci dit, au bout du compte, sommes-nous bien certains que Warren Buffett exclut tout-à-fait une saine diversification ? Ou, comme nous l'avons relevé à plusieurs reprises, pratique-t-il le « faites ce que je fais, pas ce que je dis » ?

Edito

Dans le tableau qui suit, nous avons détaillé les participations de Berkshire Hathaway au 31/12/2014.

PARTICIPATIONS COTEES	
WELLS FARGO	9,22%
IBM	4,29%
COCA COLA	5,87%
AMERICAN EXPRESS	4,90%
WAL MART	2,02%
PROCTER AND GAMBLE	1,63%
US BANCORP	1,51%
DAVITA HEALTHCARE	0,49%
DIRECT TV	0,74%
MOODY'S	0,82%
GOLDMAN SACHS	0,88%
JOHN DEERE	0,47%
MUNICH RE	1,40%
SANOFI	0,71%
USG	0,42%
+ 32 LIGNES A MOINS DE 1 MILLARD	5,46%
PARTICIPATIONS NON COTEES	
HEINZ	4,05%
RBI	1,04%
OBLIGATIONS	
US TREASURY	1,02%
EMPRUNTS LOCAUX	0,66%
OBLIGATIONS SOUVERAINES NON US	4,27%
OBLIGATIONS CORPORATE	3,05%
CREANCES HYPOTHECAIRES	0,61%
ACTIONS PRIVILEGIEES	
WRIGLEY	0,73%
DOW CHEMICAL	1,04%
BANK OF AMERICA	1,74%
RBI	1,04%
ACTIVITES OPERATIONNELLES CONSOLIDEES valorisées à 5 X les profits avant impôts	
GEICO	2,01%
GENERAL RE	0,48%
BH REINSURANCE	1,05%
BNSF	10,72%
BH ENERGY	4,71%
MC LANE COMPANY	0,76%

A noter qu'une série de participations minuscules ou pas suffisamment détaillées dans le rapport financier ne sont pas prises en compte.

Edito

Que constatons-nous ?

Tout d'abord, que si nous prenons en compte les 10 plus grosses lignes de Berkshire Hathaway, celles-ci couvrent 50 % de la valeur totale des actifs (donc un poids moyen de 5 % pour ses plus grosses convictions). Pour couvrir 50 % de nos investissements hors cash, nous devons prendre nos 17 plus grosses lignes. Le portefeuille des Daubasses est donc légèrement plus diversifié que celui de Berkshire Hathaway.

Par contre, nous constatons aussi que la partie investie du conglomérat de Warren Buffett compte 64 lignes (+ des petites lignes que nous n'avons pas pu identifier et en comptant les obligations comme une seule ligne par type d'obligation alors qu'on peut supposer qu'il y a des dizaines d'obligations différentes pour chaque type). Et ces 64 lignes sont à comparer aux 57 lignes de notre propre portefeuille...

Autrement dit, l'Equipe des Daubasses qui revendique la diversification... diversifie moins que Buffett qui est adepte de la concentration... même si nous pondérons un peu moins fort que lui nos « fortes convictions ». Ce qui semble logique, vu que nous n'avons pas de « fortes convictions » n'ayant pas, comme le meilleur investisseur de tous les temps, la possibilité de connaître les sociétés de l'intérieur.

Les conclusions de tout ceci :

D'une part, que l'équipe des Daubasses reste définitivement dans le camp des « Grahamites », adeptes de l'analyse quantitative, de la diversification et de l'avantage statistique.

D'autre part, nous constatons que Warren Buffett, une fois de plus, dément ses paroles par ses actes et que lui aussi est peut-être l'un de ceux qui « ne savent pas ce qu'ils font » ... mais qu'il éprouve peut-être quelque peine à le reconnaître.

Compte-rendu mensuel

En ce mois de septembre plutôt chahuté, notre portefeuille fait de la résistance pour le second mois consécutif avec un recul de -2.57% sur le mois, contre -3.71% pour notre benchmark, le tracker MSCI World. Depuis le début de l'année 2016, notre portefeuille affiche +6.21% au 30 septembre, contre +0.99% pour le tracker MSCI World. Ce n'est pas du tout le moment de fanfaronner, mais nous observons encore que depuis le 31 juillet notre portefeuille a reculé de -3.36% contre -11.55% pour le MSCI World.

Et nous ne pouvons pas dire, pour le moment que nos investissements de diversification sensés jouer à contre courant dans une chute des marchés (surtout nos minières aurifères) ont joué un rôle quelconque dans cette résistance à la

Edito

baisse. Peut-être leur faut-il plus de « baisse » et donc de peur? Tout comme nos matières premières et le secteur pétrolier.

Hormis cette partie « diversification » en recul de -19% sur 2015, c'est donc une résistance collective de nos trois autres poches qui a permis pour le moment de limiter les dégâts avec une mention spéciale à la partie net-net sur l'ensemble de l'année 2015, et à la partie RAPP sur le mois de septembre. Pour la partie net-net, les trois OPA, sur Coast Distribution (en juillet) sur Tecumseh (réalisée voici quelques jours) et sur Global Tech Advanced (en cours) sont vraiment venues à contre sens des marchés.

Mouvements mensuels

Le 3 septembre, nous vendons la société suisse **Loeb Holding**, pour des raisons techniques. En fait, la direction a annoncé que fin septembre, la société ne serait plus cotée sur la bourse de Zurich, mais sur l'OTC-X, une plate-forme pour sociétés non cotées gérées par la banque cantonal de Berne. Au départ, nous avions cru que c'était une obscure plate-forme. Mais grâce aux explications de Diego, un fidèle et très aimable abonné, nous avons compris que cette plate-forme n'était pas du tout obscure. Au contraire, elle est sous le contrôle strict de l'autorité des marchés suisses (la FINMA) et extrêmement transparente dans les échanges. Ce qui n'a malheureusement rien changé au fait que notre banque Keytrade nous ait signifié ne pas avoir accès à ce marché. Nous dégageons donc après la vente de la société, un profit de 19.10% en euros, net de taxes et dividendes inclus après 2 ans et 4 mois de détention.

Le 15 septembre, nous investissons 1% du portefeuille dans la société française **Bernard Loiseau**. Au-delà de nos critères habituels, et surtout d'une solvabilité proche de 100%, nous aimons beaucoup le collatéral immobilier de la société, situé en grande partie dans un haut lieu de la gastronomie française, la Bourgogne. Nous pensons donc qu'avoir payé 3.33€ frais inclus, pour 9.61€ de valeur immobilière au coût d'achat, un endettement limité de 2.58€ par action, combiné à quelques étoiles au guide Michelin (bien évidemment hautement intangible, même si nous comprenons un peut mieux que d'habitude l'avantage qu'elle peuvent dégagé), ne peuvent pas en soit et à priori représenter un mauvais investissement. Nous pensons donc que si quelque chose de bien nous arrive avec cette valeur, quelque chose de bon sera arrivé à une quantité importante de gourmets et de gourmands de tous poils et de tous horizons.

Trois jour plus tard, le 18 septembre, c'est une 6ème RAPP que nous achetons. Il s'agit de la société américaine **Dillard's Inc.** Il s'agit cette fois d'une chaîne de grands magasins (297 magasins) qui vend des vêtements, des accessoires de mode, des cosmétiques et des meubles. La société, en plus d'être bien gérée (jugement objectif généré par une diminution des coûts fixes au fil des ans), a dégagé un rendement sur capitaux propres moyens de 16.19% sur les 5 dernières années. A posteriori et au-delà des catégories différentes (et donc bien entendu des différences de *process*, de l'activé et de la distance géographique

Edito

qui sépare les deux sociétés), nous nous sommes rendu compte que Dillard's Inc avait deux points communs majeurs avec Bernard Loiseau. Les deux sociétés ont un actionnariat et des directions familiales. Et les deux sociétés disposent d'un collatéral immobilier important, 79\$ par action au coût d'acquisition pour Dillard's Inc. Nous avons donc acheté pour 1% de notre portefeuille et avons déboursé 92.95\$ par action, frais inclus.

Le 28 septembre, l'OPA lancée sur Tecumseh par la société Mueller Industries et le Fond Atlas Holding a été clôturée. Nous avons donc acheté la société Tecumseh le 9 octobre 2014 et nous avons apporté nos action à l'OPA. Celle-ci a été enregistrée comme une vente sur notre compte titre le 28 septembre 2015. Notre plus value en euros s'élève à 42.28%, en 354 jours. Pour ceux qui auraient raté l'article sur notre blog, voici le lien. Nous répondions à un abonné qui nous avait fait part d'un article sur Seeking Alpha rédigé par un employé de Tecumseh.

Les top et les flops, focus performance du mois

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille au mois de septembre est le suivant.

Top 3

- 1° Net Estate : **Hyduke Energy Services** = +35%
- 2° Net Net : **Matica Technologies** = +17.30%
- 3° Net Net : **MBL Group** = +16%

Flop 3

- 1° Net Net : **LeapFrog Enterprise Inc** = -25.12%
- 2° Net Estate : **Civeo** = - 22.60%
- 3° Net Net : **Asian Pacific Wire & Cable** = -22.28%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 années pleines, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +1.02% de performance moyenne sur les mois de septembre. La performance de septembre 2015 est donc inférieure à cette moyenne avec une performance de -2.57%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde Achats - Ventes négatif de -7 655.06 €, avec 2 achats et 2 ventes. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 67 882.04 € et effectué des ventes pour 96 416.95 €. Le solde Achats - Ventes est donc négatif de -28 534.91 €. Nos liquidités ont donc augmenté ce mois et pèsent, au 30 septembre, 23.73% du portefeuille.

Edito

Voici à présent le suivi par catégorie sur l'année 2015, et ce mois de septembre :

- 1° Net Net = + 11.09% (sur le mois = -2.29%)
- 2° Net Estate = + 7.06% (sur le mois = -3.92%)
- 3° RAPP = +4.99% (sur le mois = -0.24%)
- 4° Diversification Value = -19.03% (sur le mois = -2.57%)

Aucunes de nos catégories n'échappent au recul de ce mois de septembre. C'est notre catégorie RAPP qui résiste le mieux avec un recul de -0.24%, tandis que notre catégorie net-estate subit le plus fort recul avec -3.92%.

Qu'est-ce qu'on raconte sur le blog des Daubasses ce mois-ci ?

Pour ceux d'entre vous qui n'ont pas toujours le temps de lire nos articles sur le blog au fur et à mesure de leur publication, nous allons dorénavant les regrouper dans cette rubrique. Et vous pourrez donc les consulter en un seul clic.

[Le travail des Daubasses salués dans la presse financière française](#)

[Flash-back sur une société finlandaise publiée dans la lettre de novembre 2014 et qui a généré une plus value de 65% en 4 mois... et que nous n'avons finalement pas achetée... Pfffffffff !!!](#)

[Laurent Muller, dans la chronique de l'investisseur chronique, ne ménage jamais le mouton et les bergers !](#)

[Flash-back sur une société Italienne prometteuse qui n'a pas atteint 100% de nos objectifs, même si cela signifie 85% de plus value pour notre portefeuille!](#)

La rubrique culturelle

La marque à la pomme n'a pas fini de faire parler d'elle:
[Une voiture électrique d'Apple pour 2019?](#)

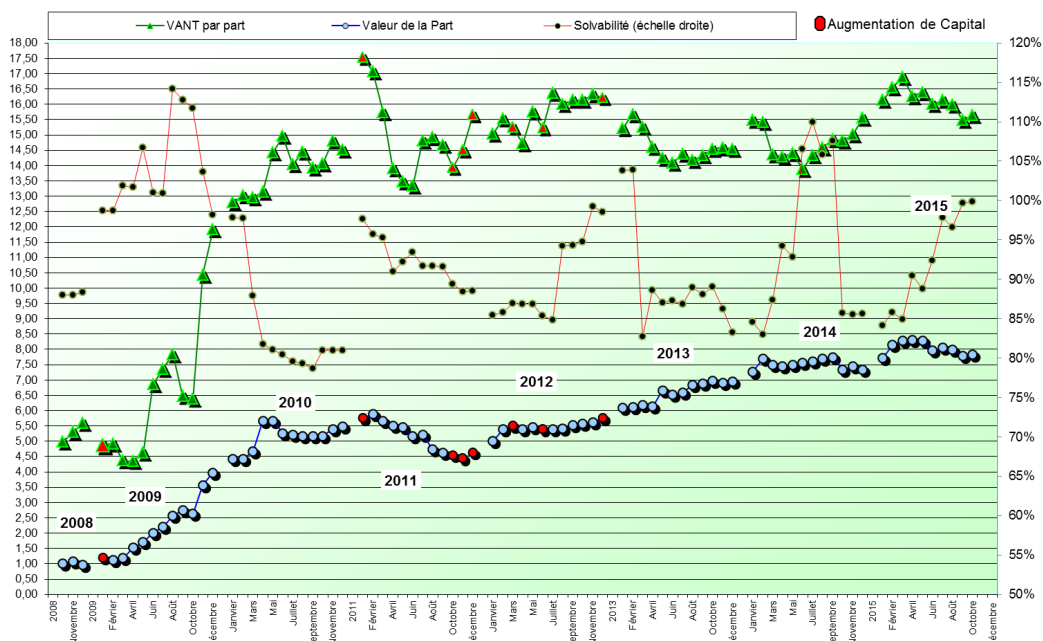
L'efficience des marchés, toujours plus efficiente et réactive!
[Les biotech plongent à cause d'un tweet d'Hillary Clinton.](#)

Le pape François serait-il abonné aux daubasses ... ou plus simplement apprécie-t-il l'Orval ?
[Rome aurait trouvé le successeur de Mgr Léonard](#)

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	
2 octobre 2015	
Valeur d'une Part	7,83 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,64 €
Potentiel	99,79%
Solvabilité pondérée	99,89%
3,33% Pondération Max	11.370,74 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	44,11%
Dollar Américain	34,25%
Livre Sterling	12,35%
Dollar Canadien	5,80%
Courone Suédoise	1,07%
Franc Suisse	1,48%
Variation des devises Yield	3,02%
Nombre de société vendue	116
Gain Moyen	1.742,71 €
Perte Moyenne	- 354,81 €
Société en Gain	81
Société en Perte	35
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,91



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	40%	Trans World Entertainment	540%	1,38%	2	0	2	496%	Avalon	-12%	0,93%
0	3	3	34%	Leeds Group Plc	114%	2,46%	3	3	6	346%	Exacompta - Clairefontaine	-6%	1,83%
3	1	4	217%	Vianini Industria	-7%	2,63%	0	3	3	72%	Gevelot	355%	4,15%
0	0	0	68%	Jemtec	-66%	0,23%	3	3	6	143%	Irce	48%	1,32%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-52%	0,52%	2	2	4	86%	Natuzzi	-13%	1,87%
2	2	4	87%	MBL Group	14%	0,80%	0	2	2	59%	Peel Hotels	207%	4,83%
3	0	3	649%	Asian Pacific Wire & Cable	-44%	1,45%	1	3	4	75%	Hammond Manufacturing	59%	1,21%
3	0	3	213%	Deswell Industries Inc	-12%	1,55%	2	0	2	171%	Encre Dubuit	-7%	1,74%
1	2	3	40%	Velcan Energy	39%	0,62%	3	1	4	259%	Dover Downs Gaming	-3%	1,80%
2	2	4	206%	Global Tech Advanced Inovation	24%	2,38%	3	1	4	150%	I Grandi Viaggi	-18%	1,59%
0	2	2	57%	Norcon Plc	48%	1,84%	0	3	3	40%	SunLink Health System	97%	3,71%
3	0	3	128%	Matica Technologies	8%	2,04%	3	1	4	513%	STR Holdings inc	-86%	0,07%
2	1	3	146%	Gravity Corp Ltd	-27%	1,39%	0	3	3	56%	Skyline Corp	26%	1,22%
1	1	2	65%	Emerson Radio	-7%	1,62%	3	1	4	174%	Signaux Girod	-20%	0,76%
3	2	5	164%	Enteq Upstream Plc	-37%	0,67%	3	3	6	94%	Amrep Corp	41%	2,25%
3	1	4	201%	LeapFrog Entreprises Inc	-54%	0,49%	3	1	4	312%	Gafisa S.A.	-44%	1,07%
2	3	5	91%	Richardson Electronics Ltd	2%	0,99%	3	2	5	373%	Civeo	-46%	0,62%
							3	2	5	124%	Thalassa	2%	1,05%
							2	2	4	50%	Hyduke Energy Services	94%	1,62%
							3	3	6	147%	Bernard Loiseau	0%	0,98%
							3	2	5	131%	Allied Health Care Products	-1%	0,96%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
2	0	2	81%	Eastern European Property	-15%	0,62%	3	3	6	165%	GEA	-2%	0,90%
3	2	5	115%	Elephant Capital Plc	-43%	0,08%	0	3	3	45%	Bell AG	26%	1,48%
0	3	3	29%	Luxempart	31%	1,33%	2	3	5	69%	Global Sources Ltd	45%	1,52%
3	1	4	85%	Dundee Precious Metal	-64%	1,12%	3	2	5	96%	FutureFuel	-1%	1,07%
0	3	3	9%	Sofragi	32%	0,84%	3	1	4	193%	ADL Partner	-29%	0,74%
1	2	3	71%	(ADR) First Pacific Ltd	-34%	0,77%	3	3	6	126%	Dillard's Inc	-2%	0,94%
1	3	4	20%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	-7%	1,09%							
0	3	3	20%	Silver Standard Ressource	25%	0,71%							
1	2	3	64%	Argonaut Gold	-74%	0,35%							
2	0	2	172%	Sprott Ressources Corp	-61%	0,73%							
2	0	2	71%	Socfinaf	-21%	0,84%							
3	0	3	189%	Alamos Gold	-52%	0,49%							
3	3	6	147%	Great Eagle Holdings Ltd	-2%	0,96%							
2	3	5	88%	Symphony International Holdings L	-3%	0,94%							
1	2	3	54%	Bonheur ASA	-20%	0,85%							

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

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

Suivi des sociétés analysées

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

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

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

News de nos sociétés



ADL Partner (France) Ticker : ALP.PA

La société a annoncé des résultats semestriels en forte baisse. Et le mot est faible. Cette RAPP (Rentabilité A Petit Prix) que nous avons achetée pour sa rentabilité est toute juste rentable sur les 6 premiers mois de l'année (+0,8 M EUR vs 6,0 M EUR au S1 2014) pour cause « d'intensification des investissements de diversification », et plus précisément par « l'augmentation des investissements commerciaux dans la filiale ADLP Assurances ». Des investissements pour l'avenir, bla bla, ...

Notre objectif sur cette RAPP chute en conséquence de -10,0% à 36,83 EUR. Les prochains résultats seront déterminants, tant sur le second semestre 2015 que sur l'exercice 2016.

Nous notons tout de même une note positive: au cours du mois d'août, la société a racheté 28 411 de ses propres actions, pour un montant global de 496 212 EUR, soit 17,46 EUR par action. Sauf si le management et l'actionnaire familial majoritaire sont stupides, cela signifierait que ce cours était un cours attractif ? Il va falloir s'armer de patience pour le savoir. La société détient 7,6% de ses propres actions.

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

Les résultats de nouvelles études sur le projet Magino laissent augurer de bonnes choses, notamment une révision à la baisse des coûts d'extraction futurs qui vont s'établir, en *cash cost*, à 564 USD l'once. Les investissements nécessaires à la mise en exploitation ont, eux aussi, été revus à la baisse. La résistance de la société à des faibles cours de l'or s'en trouve ainsi renforcée.

Amrep (USA) Ticker : AXR

Le premier trimestre de la société, clôturé au 31 juillet, nous présente une VANT de 9.51\$, à l'équilibre par rapport au même trimestre 2014. Vu les changements survenus dans la société avec la vente de plusieurs segments d'activité en 2015, la comparaison d'un trimestre sur l'autre n'a pas trop de sens. La société a donc gardé deux types d'activités, de l'immobilier et un service de gestion médias pour les entreprises. La société signe une pertes de 0.15\$ par action à l'occasion de ce premier trimestre.

News de nos sociétés

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Le premier trimestre de la société clôturé en juin ne laisse toujours pas voir d'amélioration majeure. Et pourtant le CEO Edward So est toujours d'un optimisme débordant, ce qui commence à être agaçant car à l'extrême limite du dénis des chiffres de son bilan. Et ce n'est pas parce qu'il répète pour la 5ème fois consécutive que cela va aller de mieux en mieux, que les chiffres montrent que cela va effectivement de mieux en mieux. Voici ce qu'il déclare : « *Nous sommes très heureux d'avoir une solide augmentation des ventes au cours du trimestre, tirée par la croissance significative du chiffre d'affaires de notre segment électronique. Notre équipe de vente a concentré ses efforts sur le développement de nouvelles relations clients et nous a permis aussi de travailler avec les clients existants sur de nouveaux projets. En outre, nous sommes résolus à la maîtrise des coûts et nous sommes heureux d'avoir réduit les frais fixes en pourcentage du chiffre d'affaires au cours du premier trimestre* ».

Alors oui, son chiffre d'affaires a bien augmenté de 26%. Mais le CEO a oublié de préciser que le coût de ses produits avait augmenté de 30%, tout comme les frais fixes de 14%, sans les rapporter au chiffre d'affaires. Car nous pensons que si les rapporter au chiffre d'affaires est logique pour une société en croissance générale (chiffre d'affaires, profit, *free cash flow*), réduire les coût de 2% rapporté au chiffre d'affaires à trimestre comparable à juin 2015, juin 2014 ne s'appelle pas maîtriser les coûts. Ce que nous appelons maîtriser les coûts avec un chiffre d'affaire en hausse de 26% aurait été de voir baisser purement et simplement les coûts par rapport à juin 2014 et sans les rapporter au chiffre d'affaires. Et si l'on se penche sur la perte finale de -0.068\$ au lieu d'un gain de 0.001\$ sur le même trimestre un an plus tôt, on constate une nouvelle fois que cet optimiste débordant devrait être relativisé d'urgence.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

La fonderie africaine Tsumeb est à nouveau en maintenance sur le 3ème trimestre 2015. Ce qui n'était pas prévu mais selon le président Rick Howes, cet arrêt n'aura pas d'impact significatif sur les résultats attendus pour 2015.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Notre fonds fermé coté à Londres spécialisé sur l'immobilier turque a publié ses résultats semestriels arrêtés au 30 juin 2015. La NAV par action est en baisse de -5,5%, passant de 105,36 GBp au 31 décembre 2014, à 99,56 GBp au 30 juin 2015. Cette baisse, minime, mais continue depuis plusieurs semestres ne nous réjouit pas, surtout qu'elle s'explique principalement par une valorisation revue en baisse sur les actifs immobiliers. Espérons que cela soit un simple acte de prudence. Nous remarquons tout de même que la décote reste importante qui avec un cours actuel de 54,75 GBp, atteint 45%. Ce qui nous permet de patienter, le temps que le management vende les 4 dernières propriétés détenues (à Sofia, Bucarest et Istanbul) dans de bonnes conditions.

Egalement, l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires a voté favorablement le programme de rachat d'actions en vue de les annuler (pour rappel, il s'agit d'une opération pour un montant maximal portant sur 15% du capital).

News de nos sociétés

Nous apprenons également que Brooks MacDonald Asset Management a réduit sa participation au capital de la société et ne détient plus que 33,23% des titres, et autant de droits de vote.

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ.L

A l'issue de son Assemblée Générale, le management indique qu'il a réduit fortement ses coûts pour atteindre un EBITDA positif sur le semestre qui se cloture le 30 septembre. L'objectif est de maintenir le cash. Au 14 septembre, la trésorerie de la société est de 14,4 M USD, en hausse de +0,3 M USD par rapport au 31 mars 2015. Et pour finir, nous citons directement le communiqué de presse : *« Le conseil d'administration et le management continuent de croire à la fois au potentiel de retournement de la société et à son fort potentiel à long terme, dès que le marché sera stabilisé »*. Bien... Faites parler les chiffres, messieurs!

Exacompta Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Avec une croissance de 4,3% de son activité sur le premier semestre (277,0 M EUR), le résultat opérationnel est multiplié par 13 à 5,3 M EUR, et le bénéfice atteint quant à lui 3,6 M EUR contre une perte de 0,2 M EUR au 30 juin 2014 après prise en compte de la norme IFRIC 21 sur les taxes dans les comptes consolidés. Ce résultat s'explique principalement par le retour à la rentabilité de l'activité « transformation ». La rentabilité de l'activité « papier » étant en baisse sur la période, pénalisée par le niveau du dollar américain. La VANT est en légère hausse de +1,2% au 30 juin 2015, à 286,85 EUR, représentant un potentiel de +349%. La solvabilité reste très bonne à 62% et le ratio VANE reste l'un des plus faibles du portefeuille à 0,32.

L'ensemble de l'exercice 2015 devrait être du même tonneau, le management annonçant : *« Du fait de la hausse des prix de pâtes, notre politique d'évoluer systématiquement vers des papiers et articles de haut de gamme se trouve renforcée. Parallèlement, un réajustement de nos prix de ventes est absolument nécessaire.*

Les remous monétaires, qui agitent le monde durant cet été, rendent difficiles des prévisions précises pour l'ensemble de l'exercice. Notre résultat consolidé devrait être compris entre ceux de 2013 et de 2014, soit entre 4.3 et 11.2 ME. » C'est l'une des plus vieilles daubasses de notre portefeuille, puisqu'elle a été acquise le 30 novembre 2009, qui annonce des bénéfices semestres après semestres. Des bonnes nouvelles en plus d'être des bonnes surprises tant la société a été décriée comme étant pendant des années jugées comme étant incapable de générer des bénéfices. Quand on achète des actifs pas chers, il peut toujours se passer quelque chose de bon...

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Le titre chute de près de 30% sur le mois de septembre. Il est assimilé à tort ou à raison aux mauvaises nouvelles économiques du Brésil, qui est en récession, et dont le gouvernement prévoit une cure d'austérité. L'un des plus importants exportateurs mondiaux n'est pas aidé par le cours des matières qui naviguent au plus bas de plusieurs années... Aucune information opérationnelle sur la société elle-même n'explique cette baisse.

News de nos sociétés

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Le Conseil Scientifique des Indices d'Euronext Paris a décidé de retirer GEA des 3 indices suivants : CAC Small, CAC Mid & Small et CAC All-Tradable. Ce type d'événement est généralement d'humeur à faire chavirer les titres. Hors, malgré les turbulences actuelles sur les marchés, l'action GEA n'a pas l'air d'en souffrir. Le cours baisse en effet sur le mois de « seulement » -3%.

Gendis (Canada) Ticker : GDS.TO

Le petit conglomérat souffre assez logiquement de la conjoncture défavorable, tant aux énergies qu'au secteur agricole. Au cours des 6 premiers mois de l'année 2015, le résultat hors variation de la juste valeur des immeubles et participations reste néanmoins positif, à 0,04 CAD par action. Ce résultat est néanmoins insuffisant, s'il persiste, pour maintenir le dividende annuel de 0,10 CAD. En valorisant le groupe par la « somme des parties » (et sur base du cours de bourse des entités cotées), nous obtenons une juste valeur de 4,17 CAD par action, à comparer avec un cours de 3,45 CAD.

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

Le bilan clôturé au 30 juin montre un valeur patrimoniale en légère baisse, à 18.51\$. Les ventes sont en recul de 37% sur le trimestre, comparé au même trimestre 2014. Le coût des produits est également en recul de 37%. Par contre, les frais fixes ont augmenté de 18%. Au final, la perte de la société sur le trimestre s'élève à -0.34\$ alors qu'un an plus tôt la perte était de -0.10\$.

Le CEO John CK Sham nous explique que ce recul des ventes et cette perte étaient prévues, avec l'augmentations de la main d'œuvre, un ralentissement en Chine et un bilan comptabilisé en USD! Pourquoi des annonces de ce type qui s'auto-réaliseraient quand nous n'avons pas le moindre souvenir d'un annonce de ce genre...

Nous nous posons la question de savoir si, à ce stade ou la volonté de rachat de la société par le CEO John CK Sham est toujours examinée, les déclarations et la gestion de la société doivent encore être prises au sérieux. Car il y a manifestement un énorme conflit d'intérêts entre les actionnaires et le CEO, qui a tout intérêt à présenter un bilan sombre et des perspectives négatives pour que les actionnaires acceptent le prix relativement bas proposé pour le rachat de la société. Nous ne parvenons pas à comprendre pourquoi le CEO n'a pas été démis provisoirement de ses fonctions en attendant que la décision soit prise sur son offre. Nous nous demandons enfin pourquoi la réponse sur l'offre met autant de temps à être rendue publique.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Les résultats au 3e semestre de l'exploitant de villages de vacances nous semblent en légère amélioration : si les ventes ont baissé de 7,7 %, la perte d'*Ebitda* a été divisée par 2 et la perte nette a été réduite. Malgré tout, le déficit reste très conséquent. Et la direction de nous ressortir pour la énième fois les craintes de Ebola pour ses villages kenyans ...

La VANT s'établit à 1,60 euros.

News de nos sociétés

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

Le 1er septembre, la société a racheté 25 000 de ses actions à un prix de 33,9 GBP. Une excellente opération, puisque selon le dernier rapport financier, la VANT est de 0,47 GBP par action. Et comme nous connaissons bien la société, nous savons que son objectif est d'acheter des titres sur le marché au rabais et ensuite les annuler. Ceci afin de créer de la valeur pour les actionnaires.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Comme nous vous l'avons communiqué par mail, nous avons décidé de ne pas participer à l'augmentation de capital qui s'est clôturée le 23 septembre dernier. Mais nous avons décidé de conserver nos titres car la décote est encore conséquente. Et nous attendons le détail non seulement des apports d'actif de Matica System, et des résultats du S1 2015 arrêtés au 30 juin 2015. Nous notons dans le prospectus de l'augmentation de capital, à la fin du document de 356 pages en allemand (!), que l'année 2015 est attendue et en forte croissance au niveau business, et en forte croissance de résultats. On comprend un peu mieux la mainmise de la société mère sur sa filiale...

Le CEO de la nouvelle entité se réjouit de « cette réorganisation qui donne les bases d'une nouvelle croissance ». Nous attendrons les prochaines publications pour faire nos calculs et juger de la pertinence de cette ligne au sein de notre portefeuille.

« Comme par hasard... », une fois l'augmentation de capital bouclée, nous recevons le 30 septembre les comptes semestriels de la société. Et... ô miracle, ils sont excellents! Le chiffre d'affaires est en hausse de +20,9% à 16,8 M EUR et le résultat opérationnel croît de +94,1% (!) à 1,06 M EUR. Le bénéfice double à 1,02 M EUR. Nous avons bien les comptes semestriels, mais ils ne tiennent pas compte de l'augmentation de capital et des apports d'actif. Et dès lors, avec la nouvelle structure il nous est aujourd'hui impossible de calculer nos ratios habituels... Même si nous pensons que l'opération a été fortement profitable pour l'actionnaire majoritaire... au détriment des petits porteurs.

Enfin, le siège social de la société s'est domicilié dans la capitale bavaroise Munich.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Notre marchand italien de meubles semble, enfin, apercevoir « le bout du tunnel ». C'est du moins ce que les résultats du 1er semestre 2015 semblent présenter. Jugez-en plutôt : un chiffre d'affaires en hausse de 14 % et une perte divisée par 2. Quant à l'*Ebitda*, il est presque à l'équilibre.

Les frais généraux ont été très bien maîtrisés grâce à l'externalisation de certaines activités et des développements nouveaux semblent apparaître avec l'ouverture de nouveaux magasins en Asie.

La restructuration des usines italiennes a commencé mais elle ne fera sentir ses pleins effets qu'à partir de 2016.

Norcon (UK) Ticker : NCON.L

La transition de notre prestataire de services « mono-client » en prestataire « multi-clients » se poursuit, certes lentement mais sûrement. Le chiffre d'affaires

News de nos sociétés

du 1er semestre 2015 est stable et la perte par action a été divisée par 3, à 0,01 GBP, notamment grâce au renforcement de l'USD qui est un phénomène positif pour la société.

La direction nous confirme aussi que des nouveaux contrats ont été signés et ce, un peu partout dans le monde.

La VANT s'établit à 0,25 GBP laissant ainsi un potentiel théorique de +/- 60 % par rapport au cours actuel.

Sears Hometown and Outlet Stores (USA) Ticker : SHOS

Le distributeur *non-food* américain, sur lequel nous sommes exposés par le biais d'options put émises, a publié ses résultats semestriels : le chiffre d'affaires se tasse légèrement et le bénéfice a été coupé en deux.

La direction se montre relativement optimiste en regard de ses résultats. Notamment parce que, si on exclut les droits d'entrée payés par les franchisés, l'*Ebitda* de ce semestre est bel et bien en hausse par rapport à celui de l'année précédente.

La VANT s'établit à 16,40 USD.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Nous n'avons pas de nouvelles du niveau d'activité du T3 (arrêté au 30 juin pour Signaux Girod qui a un exercice décalé). Il avait été publié en août 2014 l'année dernière. Dans le doute, nous avons envoyé un email à la société. Tout cela ne présage tout de même rien de très bon pour ce management qui nous a habitué à des commentaires d'activité et des prévisions les plus loufoques...

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

La mine de Marigold semble réserver toujours plus de bonnes surprises. Ainsi, la direction vient d'annoncer qu'une nouvelle zone minéralisée en or venait d'être découverte sur ce site.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

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

50.60% d'actions

26.10 % d'obligations

23.30% de liquidité ou placement court terme

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

53.70% d'actions

26 % d'obligations

20.30% de liquidité ou placement court terme

Nous pouvons observer une augmentation de 3% de la partie action et une diminution égale de liquidités.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

La holding a annoncé son intention de lancer une offre publique de rachat de ses propres actions. C'est 8,7 % de ses actions qui vont être achetées sur le marché. Comme elle l'avait annoncé, la direction confirme donc qu'elle estime les actions de Sprott comme sous-évaluée... ce que nous pensons également.

News de nos sociétés

Mais nous apprécierions aussi que ce management crée de la valeur pour les actionnaires via des investissements judicieux et non par un simple rachat d'actions propres...

STR Holding (USA) Ticker : STRI

A partir du 30 septembre, la société a confirmé qu'elle serait bien cotée sur le marché OTC après son *délistement* du New York Stock Exchange.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Le bilan annuel de la société clôturé au 30 juin est plutôt positif, même si la VANT est en recul à 2.48\$. Positif parce que la valeur net-estate se maintient à 2.30\$ avec notre marge de sécurité de 20% sur le coût d'acquisition de 2.68\$ par action. Positif également car après sa restructuration et sa vente de l'hôpital Fulton, la société dégage un bénéfice net de 0.03\$ contre une perte de -0.06\$ en 2014. Positif encore, car sur les opérations courantes le profit est de 0.07\$ par action contre -0.04\$ en 2014.

Comme toujours, quand plusieurs points sont positifs, le potentiel a fondu comme neige au soleil... et au cours de 1.66\$ au moment où nous écrivons ces news, il n'est plus que de 49%.

Tecumseh (USA) Ticker : TECU

A minuit, heure de New York le 18 septembre 2015, la SEC annonce que l'OPA de Mueller industries et du fond Atlas Holding a été entérinée. Nous avons reçu 5 \$ en échange de nos action le 28 septembre. Cette société ne sera par conséquent plus suivie dans les prochaines lettres.

Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L

Les résultats semestriels sont intéressants. L'activité est en hausse de +7,4% à 9,9 M USD et le résultat opérationnel reste positif à 0,4 M USD. Mieux, la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT), qui est notre objectif de cours, est en hausse de +4,6% à 0,98 Gbp. Du fait de sa trésorerie abondante (14,4 M USD) et d'un endettement nul, notre ratio de solvabilité maison ressort à 133% et n'augure aucun risque de liquidité à court terme. Mieux encore, puisque la direction nous annonce une position de trésorerie de 17,4 M USD au 15 septembre 2015.

Le Président et principal actionnaire de la société, Duncan Soukup, n'y va pas par quatre chemins quand il déclare que Thalassa « *est la société de services sismique la mieux capitalisée du monde, n'ayant aucune dette et une trésorerie positive de 17 M USD. En refusant de dépenser de l'argent pour acheter des actifs surévalués lors du peak pétrolier, nous sommes aujourd'hui très riches quand tout le reste de l'industrie est à la recherche de fonds.* »

Et de continuer au niveau perspective sur l'année, les résultats sont attendus en légère hausse. Mais, vous aurez compris cher abonné, que c'est plus sur le long terme que la société semble bien positionnée pour profiter d'un retour d'une demande plus importante de services parapétroliers.

News de nos sociétés

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le second trimestre clôturé au 31 août nous montre un léger recul de la valeur patrimoniale de la société, à 5.43\$. Ce semestre se termine sur une perte de - 0.09\$, à comparer à une perte de 0.17\$ sur la même période un an plus tôt. Et pourtant les ventes sont en recul de 8.50%. Mais comme d'habitude, le coût des produits est lui aussi en recul de 11% et surtout les frais fixes en recul de 8%, le tout comparé sur la même période en 2014. Nous notons enfin que la société dispose toujours d'une trésorerie de 2.94\$, représentant 77% de son cours de bourse.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Le premier semestre clôturé au 30 juin a fait pour le moment l'objet d'un communiqué de presse de la part de la société. Le fait le plus marquant est la vente de leurs participations dans leur centrale au Laos, pour 7 millions d'euros, ce qui permet à la société d'afficher un profit de 6.5 millions. Hors vente de cette centrale, le chiffre d'affaires est en recul de 20%. La cause avancée est la dépréciation du Real Brésilien. Avant de disposer d'un document officiel nous permettant de compléter notre fiche, nous pouvons avancer que la VANT de la société est en progression.

Viel (France) Ticker : VIL.PA

Les résultats consolidés du groupe ont été publiés pour le 1er semestre 2015 ... et ils sont tout bonnement excellents : + 15 % pour le chiffre d'affaires, + 57 % pour le résultat d'exploitation et + 32 % pour le bénéfice net. Cette croissance porte simultanément sur les trois métiers du groupe. La VANT consolidée s'établit à 3,74 euros. Quant à la valorisation de la société en fonction du cours de bourse de ses deux participations cotées, elle s'établit, au 28/09, à 5,02 euros.

Zwahlen & Mayr (Suisse) Ticker : ZWM.SW

Le premier semestre clôturé au 30 juin, nous montre une VANT en recul à 473.94 CHF. Si le chiffre d'affaires est en progression de 8%, nous observons que le coût des produits a bondi de 41%. Au final, c'est une perte qui a plus que triplé que la société suisse signe par rapport aux 6 premiers mois de 2014, soit -40 CHF à comparé à -13 CHF.

L'explication de la direction nous semble cohérente et va droit au sujet sur les causes de cette perte : « *Notre perte s'explique essentiellement par l'impact du franc suisse et les pertes de changes qui en découlent, soit directement par la dévaluation des valeurs au bilan en monnaies étrangères, soit par les pertes de marges constatées sur nos opérations en monnaies étrangères ou encore indirectement par la réalisation de biens de consommations, notamment les stocks, acquis à des taux de changes très défavorables par rapport à leur réalisation en 2015* ».

Analyses de société

Dillard's Inc.

(NYSE, Ticker: DDS / ISIN : US2540671011)

I. Introduction

Dillard's The Style of Your Life. Dillard's est un groupe familial américain fondé en 1938 par William T Dillard. Ses principales activités sont la vente de vêtements, d'accessoires de modes (sacs à main, accessoires féminins, ...), de cosmétiques et de meubles. Dillard's exploite 297 magasins dans 29 états américains. Les Dillard's sont encore actionnaires (moins de 10% du capital) et sont bien représentés au Conseil d'Administration comme aux commandes opérationnelles de l'entreprise, notamment par le poste de CEO. La 3ème génération est encore fortement impliquée dans l'entreprise. Nous pensons que Mr le Marché se méprend sur le groupe de distribution, qui est plus qu'un business de vente de proximité et qui cache sous sa rentabilité déjà de bonne facture, un empire immobilier. Le rapport de référence utilisé pour nos différents calculs est le rapport semestriel arrêté au 1er août 2015. Nous avons acquis 40 titres le 18 septembre à 91,96 USD.

II. Gestion

(nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

1. Evolution du nombre d'actions

2014	60300
2013	58600
2012	91100
2011	44800
2010	17400
2009	78400
2008	27800
2007	10300

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 a fortement baissé au cours des 8 dernières années, puisque les titres en circulation ont diminué de 46%. Si nous prenons les actions diluées qui composent le capital au 1er août 2015, nous sommes à 40.096 millions de titres. La tendance se poursuit donc. La société a annulé la moitié ses titres depuis 2007.

Analyses de société

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2014	24,5%
2013	24,4%
2012	24,8%
2011	25,5%
2010	26,0%
2009	26,4%
2008	27,7%
2007	28,0%

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 généraux tend à se réduire légèrement au fil des ans.

3. Rotation des stocks

2014	84,51
2013	83,71
2012	79,84
2011	83,83
2010	83,99
2009	82,61
2008	74,20
2007	94,78

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.

Avec une rotation moyenne sur la période de 83 jours sur les derniers exercices, nous n'avons pas de commentaires particuliers à apporter. C'est la constance du stock qu'il est important de suivre dans ce type de business de distribution. A noter qu'il y a une réduction importante en 2008 du fait de la fermeture de magasins et de dépréciations totales des stocks de ces magasins.

4. Création de valeur sur 8 années : 53,9 %, ou 7,08 % 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 « comptable » générée au

Analyses de société

profit des actionnaires.

C'est un niveau apparent plutôt très faible pour une société que nous labellisons RAPP (Rentabilité A Petit Prix) mais, comme nous le verrons plus tard, la société amortit ses immeubles et a déprécié fortement ses actifs sur l'exercice 2008. Ces opérations réduisent fortement la rentabilité « comptable » et affectent les résultats de Dillard's.

Conclusions : Si nous ne tenons pas compte de la création de valeur (point 4), nous constatons que la société semble bien gérée au profit de tous les actionnaires puisqu'elle a fortement réduit le nombre d'actions en circulation, réduit ses frais généraux et maintient un niveau de stock constant. La création de valeur apparente ne saute pas aux yeux de l'investisseur. Néanmoins, au fil des ans, en fouillant dans les rapports financiers, l'observateur averti constate que la société dispose d'un patrimoine immobilier qui a été acquis historiquement pour 3,2 Md USD (Dillard's détient en propre les murs et terrains de 247 des 297 magasins exploités). Montant qu'il est intéressant de comparer avec une capitalisation boursière de 3,6 Md USD et qui ne tient pas compte d'un potentiel d'appréciation de ces actifs, puisque pour rappel, la société a été créée en 1937.

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 : 2,15

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

Les actifs courants de Dillard's représentent plus de 2 fois ses passifs courants. Sans être à un niveau impressionnant, cela rassure sur la stabilité financière à court terme de la société.

2. Trésorerie nette par action : -10.68 USD

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 société est structurellement endettée. C'est un indicateur à suivre de près, même si nous savons que les collatéraux (notamment immobiliers) sont de qualité et que les échéances des emprunts sont à long terme.

Analyses de société

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 2,89

Nous comparons le free cash-flow moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

Ce ratio nous indique que moins de 3 ans d'activité « ordinaire » suffisent pour payer l'intégralité des engagements financiers à long terme. C'est un niveau satisfaisant.

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, auquel nous avons amputé les liquidités et les placements de trésorerie.

Le ratio de solvabilité de Dillard's est d'un niveau correct.

Conclusions : Le bilan de Dillard's paraît tout juste supérieur à la moyenne. Néanmoins, en ajoutant deux précisions importantes, nous pensons qu'en réalité il est en fait bien supérieur à la moyenne. En effet, tout d'abord l'endettement permet surtout d'assurer le financement des ouvertures de magasins et notamment l'immobilier (terrain + murs), donc les collatéraux en face des engagements sont bel et bien tangibles. Par ailleurs, par la nature même de son activité de commerce de détail, le BFR de l'entreprise est négatif. Cela signifie que les clients paient « comptant » (et « contents » aussi, nous espérons), alors que Dillard's a des délais de paiement avec ses fournisseurs. Ce qui lui permet de générer un excédent de trésorerie qui n'est plus nécessaire pour le cycle d'exploitation de court terme. Le risque que la société soit à court de trésorerie si (1) la rotation de ses stocks se maintient à un niveau constant et (2) hors événements exceptionnels, est donc peu probable.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

2014	7,79
2013	7,10
2012	6,87
2011	8,52
2010	2,67
2009	0,93
2008	-3,25
2007	0,68

Analyses de société

Les bénéfices par action de la société sont en croissance et s'expliquent principalement par la forte réduction des actions en circulation sur la période. La forte perte de 2008 est à relativiser car l'exercice a été impacté par des dépréciations importantes d'actifs liées à la fermeture de 44 magasins pour un montant total de 198 M USD.

2. Chiffre d'affaires par action

2014	159,15
2013	146,79
2012	138,04
2011	117,64
2010	93,17
2009	84,39
2008	94,08
2007	93,18

Tout comme les bénéfices, l'activité par action a, elle aussi, augmenté, de +71% sur la période. Soit moins rapidement que les bénéfices.

3. Free cash-flow par action

2014	9,28
2013	10,35
2012	6,93
2011	10,75
2010	5,31
2009	3,00
2008	-0,39
2007	-0,44

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.

Les flux de trésorerie libres générés par Dillard's sont plutôt en croissance et permettent de penser que la société a les moyens d'assurer ses investissements futurs (en fait, aujourd'hui, les FCF sont utilisés pour racheter des titres sur le marché aussi régulièrement qu'un métronome).

Analyses de société

4. Dividende par action

2014	0,24
2013	0,22
2012	0,20
2011	0,20
2010	0,19
2009	0,16
2008	0,16
2007	0,16

La société distribue très peu de dividendes. Elle préfère consacrer ses excédents de trésorerie aux rachats d'actions pour les annuler.

5. Marge d'exploitation

2014	12,44%
2013	12,34%
2012	12,34%
2011	11,35%
2010	10,41%
2009	7,70%
2008	3,26%
2007	7,04%
2014	12,44%

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 s'affirme autour des 12% Un niveau très bon pour le secteur de la distribution grand public.

Conclusions : Les bénéfices par actions ont fortement progressé, et ceci plus rapidement que l'activité et ce, pour plusieurs raisons :

- car la société a racheté activement des titres sur le marché pour les annuler ;
- l'activité nominale n'a pas augmenté, elle a été relativement constante pendant 8 ans. Mais la société a augmenté ses marges sur la période en réduisant les frais généraux (ce sont les fameuses économies d'échelle). En fait, la société ferme même des magasins. Elle a fermé 11 magasins en 4 ans pour concentrer ses actions dans le but d'accroître la rentabilité de ses meilleurs magasins.

L'effet combiné d'une bonne gestion et d'une réduction des titres en circulation ont permis au bénéfice par action de fortement augmenter sans que l'activité nominale soit en croissance. Nous rappelons, enfin, que les amortissements des actifs immobiliers croissants (avec les ouvertures) impactent également négativement les résultats comptables, masquant plus ou moins la croissance des bénéfices.

Analyses de société

En fait, la croissance des bénéfices de Dillard's est plus liée à l'amélioration de l'efficacité des activités actuelles qu'à la croissance nominale de l'activité.

V. Rentabilité

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

1. ROE

2014	16,43%
2013	16,25%
2012	17,05%
2011	22,61%
2010	8,61%
2009	2,97%
2008	-10,71%
2007	2,1%
2014	16,43%

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 12 % (en excluant l'année 2008 exceptionnel) et un niveau qui dépasse les 16% sur les 4 derniers exercices, le retour sur avoir des actionnaires est d'un bon niveau.

2. Rapport free cash flow/dividende

2014	38,66
2013	47,03
2012	34,66
2011	53,73
2010	27,92
2009	18,73
2008	-2,42
2007	-2,74

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.

Sans surprise, vu le faible niveau des dividendes (rendement actuel de 0,30%...), la pérennité de ce petit dividende est assurée puisqu'il est couvert plus de 30 fois par les free-cash-flows.

Analyses de société

Conclusions : La rentabilité de Dillard's, malgré le fait qu'elle détienne et amortisse une grande partie de son immobilier, est en haut de fourchette dans le secteur de la grande distribution.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2015 : 12,0** (PER moyen des 8 dernières années : 12,3)
2. Rendement dividende : 0,30% (la société ne distribue pas de dividendes)
3. **Price to book 2015 : 1,98** (price to book moyen des 8 dernières années : 1.37)
4. **Price Net cash ratio : -8,77** (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 Dillard's s'établit à **203,51 USD**.

VII. Conclusions

A notre cours d'achat de 91,96 USD, le titre présente un potentiel théorique de +121% par rapport à notre objectif théorique.

Même si cela ne saute pas aux yeux, nous avons affaire avec la RAPP Dillard's à un bel exemple de rentabilité cachée. En effet, comme nous n'avons cessé de le présenter au long de cette analyse, de nombreux ratios sont « faussés » par le fait que la société possède de l'immobilier acquis historiquement pour 3,2 Md USD et qu'elle amortit dans ses comptes trimestres après trimestres.

Si demain la société décidait d'externaliser son patrimoine foncier, il se pourrait que ce soit bien au dessus de ces 3,2 Md USD qui représentent les seuls coûts d'acquisition non réévalués. Cela signifie qu'il est aujourd'hui possible d'acquérir une société avec une marge d'exploitation de 12% en amélioration et à un PER de 12 avec pour cerise sur le gâteau un patrimoine immobilier équivalent à la valorisation actuelle de la société.

C'est « ceinture - bretelle » pour l'investisseur, avec un 2 en 1 : une activité opérationnelle de qualité et en sus un patrimoine immobilier.

Ou bien, est-ce que ce sont des murs de magasins qu'il est possible d'acheter, et obtenir un business bien géré en sus ?

Analyses de société

Bernard Loiseau

(Paris, Ticker: ALDBL.PA / ISIN : FR0000066961)

*** *Eligible PEA* ***

I. Introduction



Le Groupe Bernard Loiseau est une société française de restauration haut de gamme. La société a été créée en 1998. Son fondateur était le propriétaire du restaurant bourgui-

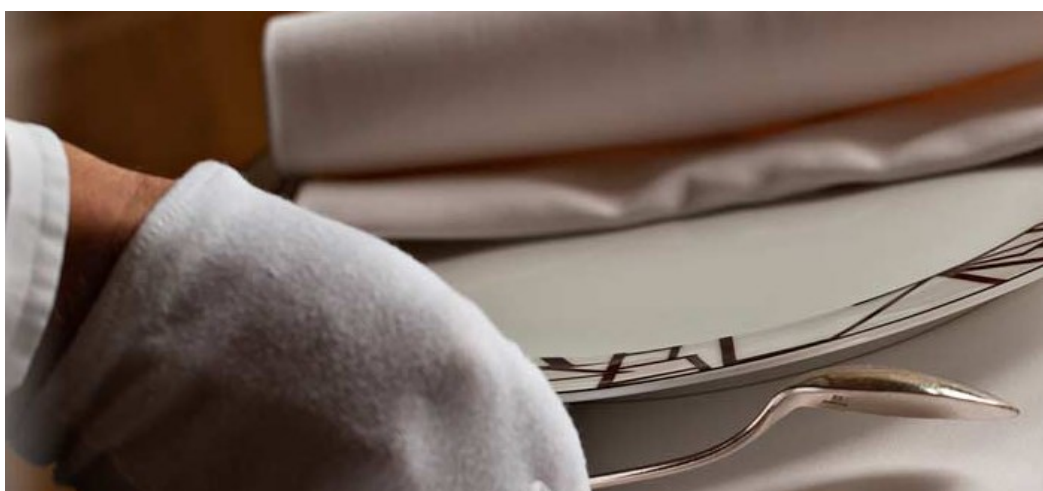
gnon « La Côte d'Or » avec lequel il avait obtenu 3 étoiles au guide Michelin. En introduisant sa société en bourse, il devint le premier chef au monde à être coté.

A son décès, en 2003, la société possède 3 restaurants. Outre La Côte d'Or, deux autres restaurants ont été ouverts à Paris. Son épouse prend sa succession à la tête de la société, secondée par l'ancien bras droit de Bernard Loiseau. Elle est aujourd'hui encore l'actionnaire majoritaire du groupe.

Sous son impulsion, deux autres restaurants bourguignons seront ouverts, restaurants qui obtiendront très rapidement chacun une étoile. En 2014, la société a également acquis un bar à vins à Dijon. Elle exerce aussi des activités de consulting culinaire.

A ce jour, nous n'avons pas encore les états financiers semestriels à notre disposition. Nous travaillons donc avec le rapport annuel 2014.

Le 16/09/2015, nous avons acheté 1 000 actions au cours de 3,31 euros.



Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 3,17 euros par action, duquel nous amputons l'ensemble du passif. Nous obtenons une VANN de 0,59 euros par action.

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

Bernard Loiseau SA est propriétaire des murs des restaurants bourguignons mais aussi d'un immeuble à appartements achetés en 2014, probablement à des fins d'extension future de l'exploitation.

Ces immeubles ont été acquis pour un coût de 9,61 euros par action. Nous appliquons notre marge de sécurité de 20 % et ajoutons ce montant à la VANN. La VANE s'établit donc à 8,28 euros par action.

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



Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste principal qui est constitué des **liquidités disponibles**. Celles-ci s'élèvent à 2,03 euros par action et n'appellent aucun commentaire.

Les **stocks** tournent en moyenne à 135 jours, en très légère augmentation par rapport aux années précédentes. Dans un métier où la fraîcheur des produits est primordiale, la durée de détention des matières premières en stock nous a interpellés... jusqu'à ce que nous nous rappelions qu'une bonne partie de celui-ci était sans doute composé de vins et alcools mais aussi de marchandises vendues en boutique. Finalement, nous prenons une marge de sécurité de 20 % sur ce poste et amputons donc sa valeur aux livres de 0,11 euros.

En raison de la nature même des activités, les **créances commerciales** et autres **actifs courants** représentent un poste symbolique sur lequel, pour faire bonne mesure, nous prenons une marge de sécurité de 2 %, soit 0,09 euros par action.

Au niveau de l'**actif fixe**, outre les **immeubles** relevés dans la VANE, nous tenons compte des **installations** et du **matériel** pour 5 % de leur valeur d'acquisition (0,11 euros par action) et des **immobilisations financières** pour 50 % de leur valeur aux livres, soit 0,07 euros par action.

Fidèles à nos habitudes, nous ne tenons pas compte des **goodwill** ni de la valeur des **marques**, même si celles-ci doivent certainement valoir quelque chose.

Nous n'avons pas trouvé de trace d'engagements **hors bilan** qui pourraient avoir un impact sur la valeur de la société.

Analyses de société

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur du groupe Bernard Loiseau en cas de mise en liquidation volontaire à 8,26 euros.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)



En moyenne au cours des 5 dernières années, la société a généré un résultat opérationnel de 0,21 euros par action. Nous amputons ce montant de 35 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, l'actualisons à 12 %, ajoutons les liquidités de l'actif et déduisons les dettes financières. Nous obtenons dès lors une VCB de 2,26 euros par action.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 3,31 euros, nous avons pu acquérir des actions du groupe Bernard Loiseau avec une marge de sécurité de :

60 % sur la VANE
60 % sur la VLMV

Le potentiel cours/VANT (8,28 euros) s'établit à **150 %** et la solvabilité est excellente, à **96 %**.

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

Étonnamment, on pourrait penser qu'une société active dans un secteur de prestige comme la restauration étoilée allait se trouver bien valorisée. Mais le marché a constaté, à juste titre, que les actifs étaient, pour l'heure, sous-exploités sur le plan de la rentabilité (comme semble le démontrer la VCB inférieure à la VANT).

De plus, avec un actionnariat bien verrouillé par la famille, on peut craindre que Bernard Loiseau ne soit jamais qu'un « value trap », c'est-à-dire une société qui, un peu à l'instar de notre « ex » Taitron ou d'Exacompta, permette à une famille de tirer des revenus mais sans que ceux-ci ne puissent « percoler » vers les actionnaires minoritaires.

Ajoutons aussi la liquidité très réduite de l'action qui tient à l'écart tous les investisseurs ayant des en-cours un peu conséquents.



Analyses de société

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

En fait, ... nous n'en voyons pas, à part évidemment un cataclysme du genre d'une grave crise qui amputerait le pouvoir d'achat des classes moyennes et supérieures en France ou encore un scandale alimentaire. Néanmoins, la perte d'étoiles au guide Michelin ferait, forcément, perdre de la valeur cachée.

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



En réalité, si, comme nous l'expliquions ci-dessus, Bernard Loiseau pourrait s'avérer un value trap, nous voyons aussi quelques tentatives de créer de la valeur au sein du groupe.

- Tout d'abord un dividende symbolique de +/- 1 % par rapport au cours actuel est distribué annuellement.
- Ensuite, la société rachète chaque année quelques actions propres sur le marché. Aujourd'hui, 1,5 % du capital a été racheté. Vu la valorisation de l'action, ces rachats ne peuvent qu'être relatifs pour les actionnaires restants.
- Nous apprenons aussi que tout est mis en œuvre pour que les deux restaurants parisiens, actuellement déficitaires, obtiennent à leur tour une étoile.

Nous pensons qu'en réalité les dirigeants actuels investissent énormément que ce soit dans de la croissance avec l'acquisition d'immeubles ou de fonds de commerce, mais aussi dans de l'intangible en travaillant sur l'image et l'amélioration qualitative des restaurants. Et il nous semble que l'intangible représente, pour cette société, une énorme « cerise sur le gâteau ».

Le jour où les actifs seront revendus, il est très probable que ce soit pour des montants bien supérieurs à leur valeur comptable.

Le problème est sans doute qu'il faudra se montrer très patient pour qu'un tel événement arrive : les enfants du fondateur sont, eux aussi, aux commandes et il ne semble pas qu'il entre dans leur vue de se séparer de l'héritage de leur père mais, au contraire, de le conserver et de le faire prospérer.

Néanmoins, si on veut voir plus loin, on peut aussi penser que, vu la faible valeur du flottant (environ 1 million d'euros si on fait abstraction de la famille Loiseau et de deux actionnaires détenant plus de 10 % chacun du capital), un retrait de la cote n'est pas impossible afin d'éviter les coûts de cotation et les inconvénients qu'entraînent la « gestion » d'actionnaires minoritaires.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

Actifs qui ne sont pas destinés à être conservés, qui doivent « tourner » dans l'entreprise. Il s'agit essentiellement des stocks, des liquidités sur les comptes en banque et des créances commerciales.

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

Actifs destinés à être conservés « longtemps », c'est-à-dire plusieurs années. Il s'agit des immeubles, des installations, de brevets, de licences, de goodwill, de participations à long terme dans d'autres sociétés, de créances à plus d'un an....

Approche Bottom up :

Philosophie de sélection de titres sans attacher une grande importance à l'examen d'un secteur industriel ou à l'étude de la conjoncture économique... comme nous quoi...

Capitaux permanents :

Passifs mis à la disposition de l'entreprise pendant plus d'un an comme les fonds propres, des provisions à long terme (par exemple pour obligation de pension pour le personnel) et les dettes exigibles à plus d'un an.

Collatéral :

C'est la garantie offerte à l'actionnaire par les actifs de la société au cas où « les choses tournent mal ».

Délai moyen de paiement des clients :

Des créances payées de plus en plus tard sont, par la force des choses, de plus en plus difficilement réalisables. Pour calculer le délai moyen de paiement des clients, nous divisons le montant des créances commerciales par le chiffre d'affaires et multiplions par 365.

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

Pour nous, l'intérêt de le calculer, c'est qu'il nous permet de vérifier que la société analysée ne consomme pas, en période de basse conjoncture, trop de cash. en dehors de ses investissements de maintien qu'elle peut éventuellement repousser d'un an ou deux en attendant des jours meilleurs. Cet Excé-

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

dent Brut d'Exploitation se calcule en ajoutant au résultat d'exploitation, les charges non décaissées c'est-à-dire n'ayant pas donné lieu à une « sortie d'argent ». Comme son nom l'indique,, on calcule en ajoutant au résultat opérationnel les amortissements et les réductions de valeur sur actif.

Fonds de roulement :

Permet de vérifier que l'entreprise analysée finance bien ses actifs à long terme au moyen de ressources à long terme. Pour le calculer, on soustrait la valeur des actifs immobilisés de la valeur des capitaux permanents. Si le fonds de roulement est négatif, cela signifie que l'entreprise finance ses actifs à long terme au moyen de ressources à court terme, ce qui est un signal d'une société plutôt imprudente quant à sa gestion de financière.

Franchise :

Avantage compétitif durable détenu par une entreprise. Selon nous, difficile à déterminer et encore plus à valoriser.

Goodwill :

Ecart entre le prix payé par une société pour en acquérir une autre et la valeur des fonds propres de la société acquise. En résumé... du vent.

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

Cette valeur s'obtient en fonction d'une formule de calcul standard élaborée par l'Equipe des Daubasses. Il s'agit de sociétés à haute rentabilité mais dont la rentabilité n'a, précisément, pas encore été reconnue par le marché.

Ratio de solvabilité « maison » :

Il permet de vérifier qu'en cas d'arrêt de ses activités, la société pourra bel et bien faire face à ses engagements par la vente de ses actifs. Nous le calculons ainsi : fonds propres consolidés / (total du passif – liquidités et placement de trésorerie). De manière générale, nous exigeons un minimum de 40 % pour investir dans une société. Un ratio de solvabilité supérieur à 100 indique que le cash détenu par la société est suffisant pour lui permettre de rembourser immédiatement l'ensemble de ses dettes.

Rotation des stocks :

Un stock qui « tourne » de moins en moins vite se vend de moins en moins bien et qu'un stock qui se vend de moins en moins bien perd de sa valeur. Pour calculer la rotation des stocks, nous divisons le montant des stocks de l'exercice par la rubrique « coût des ventes » et multiplions par 365. Nous obtenons ainsi le nombre de jour moyen pendant lequel une marchandise ou une matière première reste dans le stock.

Triple net :

Société cotant sous la valeur de ses liquidités amputées de l'ensemble des dettes.

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

Valeur d'Actif Net Net augmentée de la valeur des immeubles valorisés à leur coût d'acquisition amputé d'une marge de sécurité de 20 %

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

Cette valeur s'obtient en soustrayant des actifs courants l'ensemble des dettes de la société.

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

Société décotée d'au moins 30 % par rapport à sa Valeur d'Actif Net Tangible et qui génère, en moyenne, sur les 5 derniers exercices, un rendement sur les capitaux investis d'au moins 7 %

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

Valeur des actifs « que l'on peut toucher », autrement dit les fonds propres part du groupe amputés des actifs intangibles (immobilisations incorporelles et goodwill).

Valeur de Création d'une Entreprise Equivalente (VCEE) :

Somme que devrait déboursier un concurrent pour créer une entreprise équivalente à l'entreprise cible. A notre avis, c'est le prix maximum que l'on pourrait obtenir pour la grosse majorité des entreprises cotées.

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

Valeur actualisée des excédents de trésorerie générés par la société dans le cadre de son exploitation augmenté de ses actifs financiers et diminué de ses dettes financières.

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

Valeur de l'actif amputé de l'ensemble des dettes du bilan et hors bilan dans l'hypothèse d'une liquidation volontaire de la société, c'est-à-dire dans l'hypothèse que les liquidateurs disposent de suffisamment de temps pour réaliser au mieux les actifs de la compagnie en question.



Avertissements!

Cette lettre vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas des conseils en investissement.

Nous nous réservons le droit de prendre des positions à la hausse ou à la baisse sur les positions traitées ici que ce soit directement ou au travers de sociétés que nous gérons. Néanmoins, nous précisons que nous ne « jouons » pas contre nos lecteurs et que la publication des articles de cette lettre n'est en rien guidée par nos décisions d'investissement ou de désinvestissement.

Soyez bien conscients du fait que les performances du passé ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

Daubasses.com

© Tout droits réservés