

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 8
Suivi des sociétés analysées	page 10
News de nos sociétés	page 11
Analyse de la société Holland Colours N.V.	page 24
Analyse de la société J. Smart & Co	page 33
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 37

Edito



Décembre 2015. Intérêt de la *cyclologie* ?

Ces dernières années et même ces derniers jours, des peurs ayant un impact direct sur la valeur des actifs financiers n'ont pas empêché la marche en avant des marchés d'actions : crise de l'euro, défaut non déclaré sur la dette grecque, « chypriotage » des comptes bancaires, escroquerie « volkswagenesque », croissance économique mondiale généralement amorphe, crise économique en Asie et au Brésil, tension en Ukraine et au Proche Orient, relent de guerre froide, actes terroristes de grande ampleur en occident, ...

A chaque fois, le marché a plié peu ou prou ... avant de reprendre sa triomphale marche « bullish ».

Une marche « bullish » vraiment ?

Un examen des indices nous apprend que les plus hauts atteints par le S&P 500 et le CAC 40 datent respectivement de 6 et 7 mois. Depuis ces « pics », les indices n'ont « plus rien fait ». Notre benchmark, le tracker Lyxor MSCI World en euros a atteint son sommet le 15/04. Soit 7 mois et demi pour rien et la valeur de marché de notre portefeuille n'a d'ailleurs plus évolué depuis ce moment non plus.

Vous nous connaissez, ami(e) abonné(e) : nous n'allons pas nous lancer dans des projections de marché et tenter de faire de la futurologie. Mais, en examinant nos expériences personnelles, nous constatons que nous avons connu des circonstances comparables au cours des 20 dernières années.

Nous constatons deux cycles assez proches en termes de configuration pour le

Edito

MSCI World exprimé en USD :

1er cycle

Janvier 1993 – janvier 1998 (61 mois) : + 117 %

Février 1998 à septembre 1998 (7 mois) : - 12 % (crise asiatique)

Octobre 1998 à mars 2000 (17 mois) : + 50 %

Avril 2000 – août 2000 (4 mois) : - 6 %

Septembre 2000 – septembre 2003 (37 mois) : - 46 %

2eme cycle

Mars 2003 – avril 2006 (38 mois) : + 83 %

Avril 2006 – juin 2006 (3 mois) : - 4 % (1ere alerte)

Juillet 2006 – octobre 2007 (15 mois) : + 27 %

Octobre 2007 – mai 2008 (7 mois) : - 9 %

Juin 2008 – février 2009 (9 mois) : - 51 %

A chaque fois, nous avons une hausse en deux paliers, puis une légère baisse étalée sur quelques mois avant la forte correction ramenant les valorisations des actions dans des zones que nous pourrions nommer « d'opportunités massives ».

Et si nous étions au sommet du 3e cycle ?

Mars 2009 – mai 2011 (14 mois) : + 85 %

Juin 2011 – septembre 2011 (4 mois) : - 20 % (crise de l'euro)

Octobre 2011 – mai 2015 (43 mois) : + 61 %

Depuis juin 2015 (5 mois à ce jour) : - 5 %

Serions-nous dans la phase de légère baisse qui entraînera la grande correction finale ?

Ne comptez pas sur nous pour nous déterminer sur ce point parce que, contrairement à ce que certains affirment, nous pensons qu'aujourd'hui, c'est différent. Pas différent dans le sens qu'une correction boursière est évitable ... non, non, non, mais différent parce que le timing de la correction reste, selon nous, incertain. Parce que chaque catalyseur à la baisse est différent. En 2000, les actions étaient trop chères par rapport à leur ratio de valorisation et en 2008, ce sont les bénéfices comptables qui étaient artificiellement dopés. Et si nous remontons plus haut, dans les années 70, c'était l'hyper inflation et le choc pétrolier et dans les années 30, c'était la grande déflation.

Aujourd'hui, le catalyseur d'une baisse peut résider dans les taux d'intérêt réels négatifs ayant entraîné des valorisations sans commune mesure avec les profits futurs qui seront engrangés par le biais d'une baisse des taux d'actualisation de ceux-ci ... ou dans une crise chinoise ... ou dans un conflit armé majeur ... A moins que, comme souvent, ce qui déclenchera la baisse des marchés ne soit un événement qui n'avait été prévu par personne ou presque ... Si on ignore quel sera le déclencheur d'une grosse correction, il peut sembler

Edito

utopique d'en déterminer le moment. C'est la raison pour laquelle, plus que jamais, nous restons sur ce qui nous intéresse : la valeur des actifs et les prix auxquels nous pouvons les acquérir.

Compte-rendu mensuel

Notre portefeuille fait pratiquement du surplace avec un petit +0.66%, tandis que le marché représenté par le Tracker MSCI World poursuit sa remontée avec + 3.87% en novembre.

Nous devons ce surplace à la chute du prix de l'or, de l'argent et du pétrole. Ce n'est pas nouveau et nous l'avons évoqué à de nombreuses reprises durant l'année 2015. Nous voyons donc que l'investissement est aussi une école de patience et de sang froid. Que l'on ai tort ou raison, il faut parfois endurer de nombreuses variations qui vous font tour à tour douter ou espérer et ceci avant que le verdict ne tombe après plusieurs années.

Mouvements mensuels

Après un mois d'octobre actif avec trois achats, c'est plutôt calme au mois de novembre avec un seul achat, **GigaMedia Ltd**. En fait, nous avons déjà posé cet ordre le 7 octobre avec une limite de prix de 0.51\$. Moins d'un mois plus tard, le 4 novembre, cet ordre est donc simplement exécuté au prix que nous avons décidé.

GigaMedia est la dixième société asiatique de notre portefeuille. Son siège social est situé à Taiwan....et comme vous l'avez lu dans notre analyse, elle est active dans les jeux sur téléphones mobiles, les jeux online et le *cloud*. Un premier rapport après l'analyse est déjà passé au crible dans la news de ce mois.

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

Top 3

1° Net Net : **Matica Technologies** = +31.61%

2° Net Net : **GigaMedia Ltd** = +29.97%

3° Net Estate : **Avalon** = +23.80%

Flop 3

1° Net Estate : **SunLink Health System** = -30.99%

2° Diversification Value : **Dundee Precious Metal** = - 24.28%

3° Diversification Value : **Silver Standard Ressources** = -23.91%

Généralités sur le portefeuille

Edito

Historiquement, sur 6 années pleines, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +6.46% de performance moyenne sur le mois de novembre qui est, après le mois de janvier, le mois historiquement le plus prolifique. La performance de novembre 2015 est donc bien inférieur à cette moyenne, avec une performance de +0.66%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde positif de +3 437.67 €, avec 1 achat et aucune vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 81 625.23 € et effectué des ventes pour 96 416.95 €. Le solde Achats - Ventes est donc négatif de -14 791.72 €. Nos liquidités on donc diminué ce mois et pèsent au 30 novembre 19.25% du portefeuille.

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

- 1° RAPP = +14.48% (sur le mois = +3.73%)
- 2° Net Net = + 13.51% (sur le mois = +4.71%)
- 3° Net Estate = + 13.30% (sur le mois = -1.06%)
- 4° Diversification Value = -21.44% (sur le mois = -4.62%)

Les RAPP reprennent la main grâce à l'appréciation de +15% de Bell AG et malgré la contre performance de **Dillard's**. Tandis que les net-net performant le plus sur le mois, enmenées par **Matica** et **GigaMedia**.

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 leurs publications, nous les regroupons dorénavant dans cette rubrique. Et vous pourrez donc les consulter en un seul clic.

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

Novembre 2015

« Se couvrir ou ne pas se couvrir », une question philosophique shakspearo-financière lancée par un de nos lecteurs et à la quelle nous essayons de répondre le plus honnêtement possible.

[Lisez l'article.](#)

Au pays des Vikings, une holding hors du commun existe depuis plus d'un siècle. Nous l'avons ramassée subrepticement en janvier 2012 avec 36% de décote sur sa valeur intrinsèque. Nous nous sommes aperçus, quand nous sommes monté à bord, que Martin Withman, la légende value de la cinquième avenue de New York, était aussi sur le pont. Pour tout vous dire, on n'en a presque rien a faire

Edito

chez les daubasses de ce genres de détail, mais on s'est quand même dit qu'il n'y avait pas que nous qui faisons les poubelles... 46 mois plus tard, après 18 news dans lesquelles nous expliquons la mer, ses tempêtes et ses couchés de soleil magnifiques, l'histoire se termine une fois de plus en *bagger*.

[Lisez l'article.](#)

7 ans d'aventure partagée avec nos lecteurs... Nous essayons d'expliquer l'importance de l'avantage statistique de notre *process*, émanant d'une somme de lectures et de discussions, à l'occasion de notre septième anniversaire et cela en trois épisodes. Quelques une de nos lectrices et abonnées nous ont écrit pour nous dire qu'elles auraient préféré qu'on loue une salle pour faire la fête et que l'on invite quelque chippendale en *guest star*. Nous y réfléchissons pour nos 10 ans... En attendant, voici les deux premiers épisodes de la série sur l'avantage statistique, qui est aussi disponible dans son intégralité, pour tous nos abonnés, dans la zone premium.

[Première partie de l'article.](#)

[Seconde partie de l'article.](#)

La rubrique culturelle

Qui pourrait prétendre ne pas apprendre de ces jeunes entrepreneurs ? Rien que pour l'esprit d'entreprise condensé en 4 devises. C'est un vrai régale !

[Save, le sauveteur de smartphones qui inquiète Apple](#)

Une petite réflexion troublante sur les ventes de voitures neuves.....

[La voiture neuve, produit de luxe réservé aux personnes âgées?](#)

Et pour finir encore et toujours du Big Data.....!!!

[N-Side s'est forgé une expertise mondiale](#)

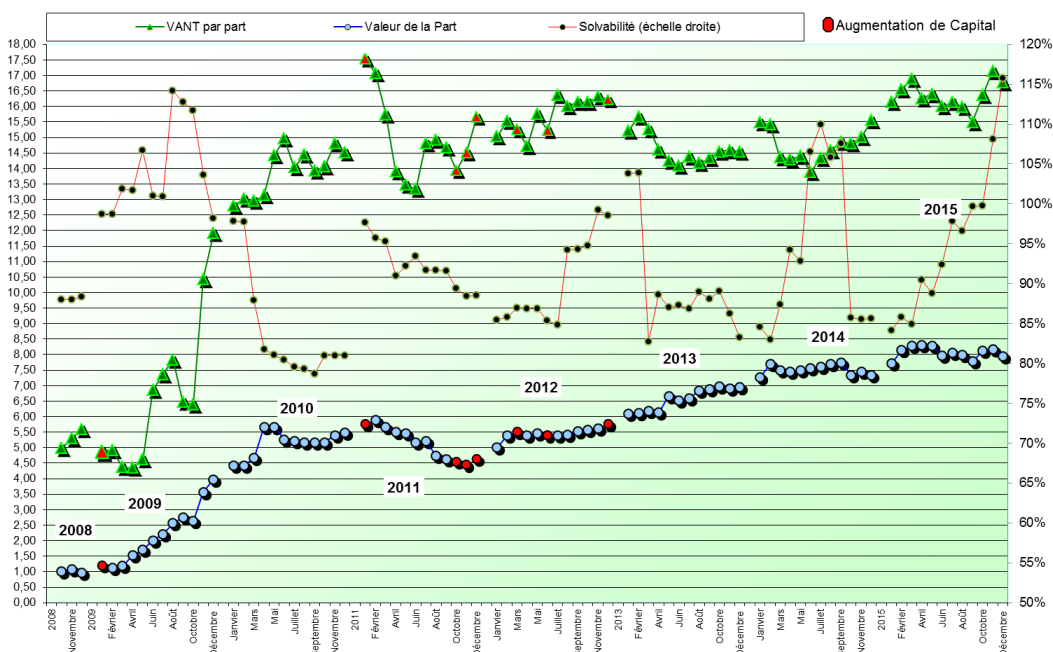
L'équipe des Daubasses vous souhaite d'excellentes fêtes de fin d'année.



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 décembre 2015	
Valeur d'une Part	7,94 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,76 €
Potentiel	111,13%
Solvabilité pondérée	115,76%
3,33% Pondération Max	11.535,88 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	42,56%
Dollar Américain	36,72%
Livre Sterling	12,12%
Dollar Canadien	5,10%
Courone Suédoise	1,05%
Franc Suisse	1,67%
Variation des devises Yield	4,43%
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	45%	Trans World Entertainment	530%	1.33%	2	0	2	426%	Avalon	3%	1.07%
0	3	3	31%	Leeds Group Plc	123%	2.54%	3	2	5	300%	Exacompta - Clairefontaine	5%	2.01%
3	1	4	215%	Vianini Industria	-5%	2.65%	0	3	3	54%	Gevelot	420%	4.67%
0	0	0	56%	Jemtec	-63%	0.25%	3	3	6	127%	Irce	58%	1.39%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0.52%	3	1	4	109%	Natuzzi	-21%	1.69%
3	2	5	96%	MBL Group	11%	0.78%	0	3	3	61%	Peel Hotels	218%	4.93%
3	0	3	434%	Asian Pacific Wire & Cable	-20%	2.06%	0	2	2	68%	Hammond Manufacturing	70%	1.27%
3	0	3	246%	Deswell Industries Inc	-21%	1.36%	3	0	3	133%	Encre Dubuit	21%	2.23%
0	2	2	25%	Velcan Energy	56%	0.69%	3	1	4	244%	Dover Downs Gaming	6%	1.94%
3	2	5	200%	Global Tech Advanced Inovation	29%	2.44%	3	0	3	118%	I Grandi Viaggi	-6%	1.80%
2	2	4	101%	Norcon Plc	18%	1.45%	3	3	6	276%	SunLink Health System	21%	2.26%
3	1	4	80%	Matica Technologies	37%	2.54%	3	1	4	504%	STR Holdings inc	-86%	0.07%
2	1	3	143%	Gravity Corp Ltd	-30%	1.33%	0	2	2	17%	Skyline Corp	67%	1.61%
2	0	2	103%	Emerson Radio	-23%	1.31%	3	0	3	218%	Signaux Girod	-31%	0.64%
3	1	4	151%	Enteq Upstream Plc	-28%	0.74%	3	3	6	106%	Amrep Corp	36%	2.14%
3	1	4	200%	LeapFrog Entreprises Inc	-53%	0.48%	3	1	4	223%	Gafsa S.A.	-27%	1.37%
2	3	5	93%	Richardson Electronics Ltd	-4%	0.91%	3	0	3	349%	Civeo	-44%	0.63%
3	0	3	385%	Rubicon Technology Inc	-9%	0.93%	3	1	4	132%	Thalassa	1%	1.02%
3	0	3	123%	GigaMedia Ltd	17%	1.16%	1	1	2	63%	Hyduke Energy Services	73%	1.42%
							3	2	5	140%	Bernard Loiseau	6%	1.02%
							3	0	3	135%	Allied Health Care Products	-1%	0.95%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	96%	Eastern European Property	-19%	0.58%	3	2	5	162%	GEA	-1%	0.90%
2	2	4	117%	Elephant Capital Plc	-42%	0.08%	0	2	2	27%	Bell AG	44%	1.67%
0	2	2	25%	Luxempart	35%	1.35%	0	2	2	67%	Global Sources Ltd	44%	1.49%
3	1	4	452%	Dundee Precious Metal	-78%	0.69%	0	2	2	61%	FutureFuel	24%	1.31%
0	2	2	11%	Sofragi	38%	0.86%	3	1	4	195%	ADL Partner	-29%	0.72%
2	1	3	69%	(ADR) First Pacific Ltd	-33%	0.78%	3	3	6	188%	Dillard's Inc	-18%	0.78%
1	2	3	24%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	-2%	1.13%	3	1	4	132%	Kohl's Corporation	9%	1.08%
0	2	2	39%	Silver Standard Ressource	10%	0.62%							
3	1	4	71%	Argonaut Gold	-74%	0.34%							
2	0	2	159%	Sprott Ressources Corp	-67%	0.60%							
2	0	2	76%	Socfinaf	-24%	0.81%							
3	0	3	221%	Alamos Gold	-56%	0.44%							
3	2	5	136%	Great Eagle Holdings Ltd	5%	1.01%							
2	3	5	76%	Symphony International Holdings L	5%	1.01%							
1	2	3	89%	Bonheur ASA	-34%	0.69%							

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
2	0	2	72%	Paradise Inc
1	3	4	68%	AKER -A-

News de nos sociétés



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Après avoir acquis quelques actions de Akastor en septembre, c'est carrément des immeubles de cette société que Aker achète. Ces immeubles sont, pour la plupart, loués à des filiales du groupe. La valeur intrinsèque de la holding souffre assez logiquement des faibles cours du pétrole, mais elle résiste malgré tout grâce à quelques investissements hors pétrole et aussi aux activités dans le gaz. La direction estime que, si la crise pétrolière se poursuit et si l'entreprise est correctement « pilotée », le groupe en sortirait gagnant à long terme grâce notamment à sa plantureuse trésorerie qui lui permettrait de « tenir ».

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

Les résultats du 3e trimestre laissent apparaître une augmentation des coûts d'extraction à 850 USD l'once (vs 706 USD en 2014). Sur les 9 premiers mois de l'année, ceux-ci sont par contre stabilisés à 758 USD. La perte par action reste stable à 0,13 USD pour le trimestre ... mais c'est grâce à ... l'effet dilutif du nombre d'actions en circulation, ce dernier ayant doublé.

Sur l'ensemble de l'année, la perte reste conséquente à 2,59 USD par action. Néanmoins, tous ces chiffres doivent être pris avec prudence puisque les comparaisons sont difficiles : en effet, il s'agit du premier rapport financier depuis la fusion avec Aurico gold.

Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI

Nous prenons connaissance des comptes du premier trimestre de l'exercice 2015-2015 arrêtés au 30 septembre 2015 (pour rappel, la société clôture ses comptes en exercice décalé au 30 juin). Même si les résultats s'améliorent un petit peu, tout est loin d'être rose... puisque nous parlons de perte. Certes la perte opérationnelle se réduit, passant de -698 k USD au T1 2014 à -634 k USD, mais il s'agit toujours de pertes. Le bilan se dégrade ainsi lui aussi. La VANT perd -1,8% sur le seul trimestre à 2,75 USD (soit un potentiel de +129%) et la solvabilité passe de 90% à 88%. Rien d'alarmant, mais nous préférons tout de même des chiffres en croissance, plutôt qu'en décroissance... Le management explique que les hôpitaux s'équipent moins du fait des tensions politiques et économiques au niveau international (Russie, Ukraine et Venezuela !). Des explications exotiques... qui permettent surtout au management de s'exonérer de la

News de nos sociétés

moindre responsabilité, puisque ce sont des causes « externes ». Le genre de discours déresponsabilisant que nous ne goûtons guère.

Avalon (USA) Ticker : AWW

Le troisième trimestre clôturé en septembre est plutôt de bonne facture, avec une VANT en progression à 11.05\$. Une légère amélioration est visible sur le trimestre et pourtant le chiffre d'affaires n'est en hausse que de +0.97%. Ce qui fait la différence est la réduction des coûts fixes de 17%, ce qui permet sur le troisième trimestre de dégager un profit de 0.14\$, au lieu de 0.03\$ sur le même trimestre un an plus tôt. Sur les 9 premier mois de l'année, la société accuse une perte de -0.14\$, au lieu de -0.18\$ un an plus tôt.

Aviat Network (USA) Ticker : AVNW

Le premier trimestre de la société clôturé au 31 octobre 2015, nous apprend que la valeur patrimoniale est stable à 1.18\$. Malgré un chiffre d'affaires en recul de 4%, la société parvient à réduire ses coups fixes de 11% et sa R&D de 17%. La société parvient à limiter sa perte sur le trimestre à 1.20\$, alors qu'un an plus tôt la perte était de 5.50\$.

Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW

Sans nouvelle particulière, notre petit suisse (nous devons la faire au moins une fois...) pousse bien, puisque le titre grimpe de +15% en novembre. Une RAPP dans toute sa splendeur.

BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS

Nous apprenons qu'une certaine Elaine Shaw (Donnelly de son nom d'épouse) a acquis un gros paquet d'actions de la société (2,6 % du capital) pour détenir au total 17,6 % des actions en circulation. Donnelly ... le même nom que le CEO... Nous supposons qu'il s'agit là de son épouse et que si elle achète des actions, ce n'est certainement pas parce que son mari lui a dit qu'elles ne valaient rien ...

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Nous apprenons que des managers et des membres du *board* ont pas mal acheté ces dernières semaine, pour une somme de l'ordre de 700 000 USD.

Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL

Notre société de Macao signe un second trimestre clôturé le 30 septembre encourageant. Les ventes sont en progression de 24% sur les 6 premiers mois de l'année, comparé à 2014. Les marges brutes son en progression d'un peu moins de 1%, ce qui n'est pas mal dans une conjoncture de hausse des salaires en Chine. Les coût fixes sont aussi en recul de -1.60% sur le semestre, mais de -14% sur le seul second semestre. Par contre, la société subit une perte de change et une perte sur ses investissements sur la bourse de Hong Kong, alors qu'en 2014 le change générait un gain et les investissements également. Le résultat final n'apparaît donc pas fondamentalement encourageant, puisque la société clôture le semestre sur une perte de -0.22\$, comparé à -0.11\$ en 2014.

News de nos sociétés

Et sur le seul second trimestre, avec une perte de -0.15\$ comparé à -0.11\$ en 2014, si l'on ne tient pas compte de la perte subie par le change et les investissements. Si l'on extrait le change et les fluctuations sur les investissements, la perte semestrielle est de -0.16\$ versus -0.20\$ en 2014. Quant à la perte sur le seul second trimestre, elle est de -0.06\$ versus -0.12\$ sur le même trimestre 2014. Sur la seule activité de la société, la perte a donc été divisée par deux sur le second trimestre.

La valeur patrimoniale de la société est en légère baisse à 4.95\$.

Si nous avons tempêté un peu lors du précédent rapport de juin sur l'auto-congratulation du CEO, alors que les chiffres le contredisaient manifestement, nous voyons cette fois clairement une amélioration, alors que le CEO se contente simplement de souligner l'augmentation des ventes et de la marge brute!

Encourageant c'est bien, mais c'est loin d'être encore gagné puisque le résultat final est encore une perte. Nous continuons à suivre de près la suite des événements en espérant qu'ils s'inscriront dans une continuité positive.

Dillard's (USA) Ticker : DDS

Les résultats du 3ème trimestre 2015 arrêtés au 30 octobre sont en forte baisse de -17,2% pour atteindre 45,7 M USD sur le seul trimestre. Cependant, sur la période, la société a racheté et annulé 174 550 actions. Ce qui a un impact général positif sur notre objectif de cours RAPP qui augmente de +4,3% à 212,32 USD.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Dans le sillage du secteur aurifère et du cours de l'or, en dépit de ses bons résultats trimestriels, notre minière low-cost souffre en bourse. Le titre perd plus de 20% sur le mois de novembre. Le marché ne semblant pas encore capable de séparer le bon grain de l'ivraie. Ce qui ne devrait pas tarder, les résultats opérationnels à venir dans le secteur permettront de faire émerger les bons élèves. Selon le PDG de Rangold Resources, Mark Bristow (l'un des plus gros producteurs d'or, coté à Londres), au cours actuel de l'or, la moitié des producteurs ne sont pas rentables et extraient à tout va dans une fuite en avant. Cela ne sera pas éternel, et la production finira par se réduire fortement. Les productions à perte tirent artificiellement les cours vers le bas. Terminons sur les propos qu'il a accordés à Bloomberg : « à moyen terme, l'avenir est très haussier pour l'industrie aurifère. La seule question est de savoir combien de temps est-ce que ces producteurs à perte vont pouvoir encore tenir ? ».

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Les nouvelles ne sont pas bonnes pour Emerson Radio et les résultats semestriels clôturés au 30 septembre, mauvais aussi, assombrissent réellement l'horizon.

L'annonce de la perte d'un gros client qui pèse environ 50% du chiffre d'affaires est vraiment une mauvaise nouvelle pour la société. Cette annonce a été faite en ce mois de novembre et aura des répercussions sur tout l'exercice et sans doute après aussi, si des solutions ne sont pas trouvées par la direction. Ce n'est pas la première fois que nous rencontrons ce cas de figure sur une

News de nos sociétés

Daubasse et nous savons également que plus le nombre de clients est réduit, plus le risque client est présent. Si vous relisez notre analyse du mois d'août 2014 (lettre n°40), vous verrez que nous avons souligné que la chaîne de distribution Target pesait 58% du chiffre d'affaires. C'est donc sans trop de doute Target qui a décidé, à partir du printemps 2016, de mettre fin à ses achats chez Emerson Radio, sur les fours à micro-ondes et les frigos compacts, même si ce n'est pas écrit en toutes lettres dans le rapport financier.

C'est sans doute les ventes en chute libre des produits Emerson qui ont poussé à cette annonce. Dans le rapport financier, nous constatons que les ventes sur le seul trimestre ont chuté de 38%, et sur le semestre de 30% sur les mêmes périodes de 2014. Comme un problème n'arrive jamais seul, les royalties sur les licences, qui sont un segment bien à part de ventes de produits, sont également en recul. Au final sur le semestre, la perte est de 0.02\$ au lieu d'un profit de 0.03\$ un an plus tôt. Sur le plan de la valeur patrimoniale, il y a léger recul à 2.07\$ au lieu de 2.10\$ le trimestre précédent.

Nous jugeons à ce stade la situation grave, mais en aucun cas dramatique, car la société reste très solide sur le plan de sa valeur patrimoniale. N'oublions pas que la société est une triple net, ce qui signifie donc que ses liquidités et ses placements court terme de 1.78\$ par action (fin septembre 2015), dont nous déduisons l'endettement total de 0.17\$ par action, fait ressortir une valeur triple net de 1.61\$, pour un cours actuel de 1.03\$. Nous n'avons pas observé la moindre augmentation de stocks qui vaut au bilan 0.17\$ par action, car la société ajuste sans doute selon ses commandes et rien non plus sur les créances clients. N'oublions pas enfin que dans le cas de la vente d'un produit, la société a le loisir d'ajuster ses dépenses en matériaux, ce qui n'est pas le cas de tous les secteurs. Donc une diminution des ventes donnera lieu aussi à une diminution d'achat des produits, n'aggravant pas la perte.

Pour la suite nous voyons trois scénarios.

1° le plus simple, une liquidation pure et simple de la société. A ce stade et vu le dividende exceptionnel versé par la société en 2014, nous avons de grandes chances de nous en sortir indemne

2° Vu les liquidités de la société, une légère perte récurrente pendant plusieurs années, combinée à la recherche de nouveaux produits et également de nouveaux clients, permettrait à la société de remonter la pente. Mais cela va dépendre fortement de la direction

3° Le pire scénario serait de voir dilapider les liquidités des actionnaires, lentement par inaction de la direction.

Nous allons donc surveiller cela de très près dans les prochains mois.

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ.L

Sans surprises, l'activité de notre entreprise technologique parapétrolière est coupée à la serpe. Le chiffre d'affaires est divisé par 4,5x à 3,0 M USD. Nous notons néanmoins que la société a limité les frais en réduisant les frais administratifs, avec le licenciement de 5 salariés. Ainsi, la perte est réduite à -1,3 M USD vs. -2,2 M USD au premier semestre du précédent exercice. Mieux, la société a préservé sa position de trésorerie net de toutes dettes qui atteint 14,21 pences. Soit plus que le cours actuel de 12,3 pences ! La solvabilité reste au beau fixe à

News de nos sociétés

190%. La société subit de plein fouet le ralentissement du secteur pétrolier, mais semble bien armée avec son bilan solide pour passer le creux de la vague. Elle a décidé de s'orienter au delà de l'Amérique du Nord, et prospecte désormais au Moyen-Orient et en Asie. Sa VANT est en croissance de +5,1% à 31,02 pences.

Exacompta (France) Ticker : EXAC.PA

Etonnant. Alors que l'activité du troisième trimestre avait été publiée sur le dernier exercice le 17 novembre, à la date de clôture de la lettre, nous n'avons trouvé aucun communiqué de la société. Bon ou mauvais présage ? Quoi qu'il en soit, ne pas avoir les informations concernant la seule activité arrêtée au 30 septembre, plus de 2 mois après, n'est pas des plus agréables...

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Nous apprenons le départ à la retraite du CEO de la plus grosse participation du portefeuille, Philippines Long Distance Telecom.

Future Fuel (USA) Ticker : FF

Le résultat d'exploitation est en baisse de 30 % sur les 9 premiers mois de l'année, la société souffrant logiquement de la faiblesse des prix des énergies fossiles, baisse des prix qui entraîne une moindre attractivité des biocarburants. La baisse se traduit surtout par une diminution des prix qu'une augmentation des volumes ne parvient pas à compenser.

La (petite) déception provient de la division « chimie » que nous espérions voir compenser partiellement la faiblesse du département « biocarburant », ce qui n'a pas été le cas au cours du 3e trimestre 2015. Notre objectif de cours « RAPP » s'établit, en fonction des nouveaux chiffres disponibles, à 22,54 USD.

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Nous avons désormais la totalité des données du 3ème trimestre 2015. Outre la bonne tenue des opérations, le bilan s'améliore lui aussi. Malheureusement, il est pénalisé par les taux de change BRL / USD. Ainsi, notre objectif de cours - qui correspond à la VANT - est en baisse de -0,99% à 4,06 USD par ADR (action cotée sur le marché américain, 1 ADR correspondant à 2 actions cotées sur le marché brésilien). Ce qui donne, au cours actuel, un potentiel théorique de plus de 200%. Une société immobilière, notamment dans un pays (le Brésil) en récession pour le troisième trimestre consécutif, peut effrayer les investisseurs... et à juste titre, à cause des stocks à vendre et du levier de dette utilisé. A cela, Gafisa répond que même dans un marché morose, une de ses entités opérationnelles Tenda, davantage axée sur le marché entrée de gamme, devrait continuer à sortir son épingle du jeu et tirer les résultats du Groupe. Quoi qu'il arrive, nous gardons à l'oeil la solvabilité du promoteur. A 51%, elle dépasse nos exigences minimales de 40%. A notre accoutumée, nous serons intransigeants si la solvabilité se logeait durablement sous les 40%, ce qui se traduirait pour nous à un risque trop important. Et donc, aboutirait à la vente du titre.

News de nos sociétés

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Le niveau d'activité pour l'exercice 2014-2015 clôturé au 30 septembre 2015 s'affiche en baisse de -11,2% à 47,88 M EUR vs. 53,95 M EUR sur l'exercice précédent. Le management souligne le fait que l'exercice précédent tenait compte de 4,13 M EUR de facturations en avances pour des dossiers en Russie.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

La société a mis en œuvre son nouveau programme de rachat d'actions limité à 10% du capital et pour un montant maximal de 12 M EUR. L'objectif est de les acheter pour les annuler, ce que nous approuvons à 100%. Le programme est valable jusqu'au 15 avril 2017.

Il commence tranquillement, et dans la mesure du possible, vu la faible liquidité du titre : 451 titres à coût moyen de 127,57 EUR sur la semaine 30 et 366 titres à 135 EUR sur la semaine 31. Étant donnée la VANT que nous avons calculée le mois dernier à 206,96 EUR au 30/06/2015, les rachats ont été effectués à un rabais moyen de plus de 35%.

Pour racheter au mieux ses titres, le management pourrait proposer un split de son titre (dont la valeur faciale est élevée) et une cotation en continu (et non au fixing une fois par jour à heure fixe !).

GigaMedia Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM

Le bilan du troisième trimestre clôturé au 30 septembre est disponible, et la situation est plutôt stable avec une VANT à 1.35\$. Si l'on regarde le compte de résultats du dernier trimestre, le chiffre d'affaires est en recul de 26%. Le coût des produits est en hausse de 3.70%. Et il faut noter une perte brute, certes faible, mais au lieu d'un gain sur le même trimestre 2014. Ensuite, il y a des choses qui interrogent comme la diminution des coûts liée au marketing et à la vente de 7%, mais l'augmentation des coûts administratifs de 6%. Au final, la société signe une légère perte de -0.01\$ par action. Tout en notant qu'il y a un post de vente d'actions sur le marché ayant généré 0.11\$ de profit.

La valeur patrimoniale de la société est en très léger recul, à 1.35\$.

La direction nous explique que le chiffre d'affaires est réparti comme suis : les jeux pour mobile 52.40%, les jeux de casinos sociaux 30.40% et le cloud 17.20%. La direction nous explique aussi qu'elle a examiné tous les jeux existants et a arrêté ceux avec une faible monétisation et reconditionné puis relancé ceux avec une meilleure monétisation. Elle espère ainsi relancer les marges sur les jeux mobiles.

Au niveau des jeux sociaux, le championnat du monde de Majong 2015 a commencé avec les épreuves éliminatoires. La direction dit avoir travaillé la présentation du jeu et pense qu'il y aura des retombées!

La partie cloud a augmenté de 128% et reste le vrai relais de croissance. Pour le moment et selon la direction, cela va se poursuivre au dernier trimestre 2015. Enfin, vu les conditions économiques mondiales (hum hum), l'acquisition de la société de cosmétiques Strawberry Cosmetics a été abandonnée, et la société va perdre 2 millions de dollars. Que peut-on dire de plus quand on s'aperçoit clairement que la direction ne sait pas l'heure ? Du bras cassé une nouvelle fois... Pffffffffffff...

News de nos sociétés

Quand nous avons rédigé ces news, nous avons d'abord écrit cette partie en relation avec le dernier bilan. Mais le 30 septembre, une nouvelle plutôt réjouissante nous permettait d'ajouter cette seconde partie.

Le CEO de GigaMedia Ltd, Mo-Na Chien, a été viré et est remplacé par Collin Hwang, qui devient le nouveau CEO.

Il semblerait donc qu'à Tapei on ne soit pas enclin à accepter que les bras cassés salopent le travail d'une entreprise et dilapident l'argent des actionnaires, ce qui est donc une excellente nouvelle.

Dernier point: ce nouveau CEO, Collin Hwang, a acheté pour 500 000\$ d'actions à 0.58\$ et détient, après cet achat, 4.2% du capital de la société.

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Sur le 3ème trimestre 2015, l'activité semble en forte baisse de vitesse (-26%), mais c'est principalement expliqué par le décalage d'une foire d'exposition à Shenzhen du T3 vers le T2 et l'annulation de deux shows à Jakarta (Indonésie) et à Sao Paolo (Brésil). Ainsi, en cumulé sur 9 mois, la baisse n'est que de -8,2% et s'explique essentiellement par la baisse des services online de -15,5% à cause de la baisse de la croissance en Chine.

Au niveau de notre valorisation RAPP, nous calculons un objectif de cours en baisse de -4,3% à 13,86 USD (vs. 14,48 USD au 30 juin 2015).

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Le troisième trimestre 2015 n'est pas meilleur que les précédents. La société enregistre une nouvelle perte un peu moins importante qu'en 2014. Les revenus sont en légère baisse sur les 3 segments. Ce sont les applications de jeux pour téléphone mobile qui tirent le mieux leurs épingles du jeu, avec un recul de -4.2% sur le trimestre. Suivent les revenus des jeux en ligne avec un recul de -10%, et les licences de jeux en ligne qui reculent de 14%.

La valeur patrimoniale de la société parvient malgré tout à se maintenir à 8.26\$. Nous n'avons pas trouvé de commentaire de la direction. Cela reste donc décevant à ce stade.

Hyduke Energy Service (Canada) Ticker : HYD.TO

Le troisième trimestre clôturé fin septembre nous montre une bonne résistance de la société. Nous resterons sur le seul trimestre, pour mieux comprendre. On s'aperçoit tout d'abord que la société a vu son chiffre d'affaires perdre 52%...

Mais comme c'est aussi une société industrielle capable d'ajuster son stock, le coût des produits a aussi baissé de 50%. Si les coûts liés à la vente qui pèsent 11% du total des coûts ont augmenté de 19%, les coûts fixes qui représentent 88% des coûts ont quant à eux été réduits de 42%. Le 1% restant est attribué aux autres coûts opérationnels qui ont diminué de 92%. Ce détail nous permet de mieux comprendre que la direction maintient une pression forte sur les coûts et parvient à diminuer sa perte opérationnelle de 10% par rapport au même trimestre de 2014. Un tour de force selon notre point de vue, quand le chiffre d'affaires a été divisé par 2, comme il n'y a plus de dépréciation des actifs à long terme comme en 2014. La perte sur le trimestre est de 0.035 CAD au lieu de 0.065\$, sur le même trimestre de 2014.

News de nos sociétés

Enfin nous notons que le cash de 0.11 CAD représente toujours 30% du cours, au moment où écrivons ces news.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur les 9 premiers mois 2015, l'activité du câble repart à la hausse, surtout en Europe, malgré un ralentissement au Brésil. Les chutes des matières premières sont en effet des mauvaises nouvelles pour les producteurs, mais pas pour les transformateurs tels que IRCE. C'est une amélioration de +4,3% à 271,7 M EUR vs. 260,5 M EUR sur la même période en 2014. Le résultat opérationnel fait plus que doubler (+108,6%) à 3,63 M EUR et le bénéfice atteint 5,13 M EUR (+122,1%). Malgré les bonnes données opérationnelles, le bilan souffre de la dévaluation du Real brésilien. Ainsi, notre objectif de cours (la VANT) baisse de -5,3% à 4,86 EUR. Le niveau reste appréciable, puisqu'il correspond à un potentiel d'appréciation de +119% pour un cours de 2,10 EUR. Événement rare pour une Daubasse : la société fait des bénéfices et le titre se négocie à moins de 10x ses profits. Enfin, la solvabilité est encore dans les clous (>40%) puisque avec les comptes arrêtés au 30/09/2015 elle ressort à 59%.

Le management s'attend globalement à un exercice 2015 en forte amélioration par rapport à 2014.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Notre pôle asiatique continue de souffrir du ralentissement économique qui touche la zone.

Si l'immobilier avec Hong Kong Land résiste bien (revenus locatifs stables et même revalorisation globale du parc immobilier), les entreprises sensibles au moral des consommateurs asiatiques voient leurs profits s'éroder : tant la filiale non cotée active dans la distribution automobile Jardine Motors que le distributeur Dairy Farms, font état de résultats plutôt en berne.

Ajoutons qu'Astra souffre toujours de la crise en Indonésie, mais que le groupe hôtelier Mandarin Oriental résiste bien et prévoit même des nouvelles ouvertures à Beyrouth notamment.

Notons aussi que 2016 verra un jeu de chaises musicales se mettre en place au sein du top management, mais nous n'avons absolument aucune idée de l'impact de ces changements. Nous faisons confiance à la famille Keswick pour prendre les bonnes décisions.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Les exercices se suivent et malheureusement se ressemblent. L'exercice 2015 clôturé au 31/07 ne fait pas défaut. Même si la société cote toujours sous sa trésorerie nette (0,46 CAD par action), les résultats opérationnels sont catastrophiques. La société réussit encore, après autant d'année, à générer une perte comptable de 244 k CAD pour un chiffre d'affaires de 722 k CAD, soit une marge nette record de -34% ! Nous avons plus qu'à espérer que la société distribue rapidement son cash sous forme d'un dividende, comme elle a pu le faire en octobre 2014 (dividende de 0,59 CAD par action) avant que la direction ne dilapide tout...

News de nos sociétés

A cause des pertes de l'exercice, la VANT fond de -4,7% sur le seul dernier trimestre pour atteindre 0,51 CAD, ce qui représente un potentiel de +49%. La solvabilité reste évidemment excellente à 1022% (!), puisque la société dort sur un matelas de cash.

LeapFrog Entreprises Inc (USA) Ticker : LF

Le rapport semestriel clôturé fin septembre nous montre que la situation déjà difficile du premier trimestre s'est encore empirée. Avec une VANT en recul à 2.06\$ et surtout plus inquiétant, une durée de rotation des stocks qui s'allonge et passe à 149 jours (comparé à la moyenne de 90 jours des trois derniers exercices), mais aussi une augmentation de la durée de paiement des factures passant à 104 jours au lieu de 36 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices. Le chiffre d'affaires est en recul de 34% sur le semestre et la marge brute a été divisée par deux, passant de 28% à 13%. Nous ne comprenons pas bien, vu le contexte, que les frais fixes soient en augmentation de pratiquement 9%. La perte finale sur les 6 premiers mois de l'année fiscale de la société est de -0.87\$ au lieu de -0.26\$.

Et pour couronner le tout, la direction ne nous explique rien de concret sur la suite de l'aventure, hormis qu'il vont commencer à étudier les problèmes et vont voir ce qu'il sera possible d'entreprendre pour les résoudre. On ne peut pas dire que ce sont des « lève-tôt » pour le moment.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

Le 4 novembre, la société a racheté sur le marché 25 000 de ses propres actions à un cours de 35,5 pences. Une bonne affaire puisque nous estimions, avec le dernier rapport financier, la VANT de Leeds Group à 47 pences. La société auto-détient 12,90% de son capital.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le troisième trimestre clôturé au 30 septembre nous montre une société qui a réduit ses pertes sur 9 mois, malgré un chiffre d'affaires en baisse de 11%, et ce grâce à un recul du coût des produits de 19% et à des coûts fixes en baisse de 14%. La perte sur les 9 premiers mois de l'année est donc de -0.22\$, alors qu'elle était de -0.99\$ un an plus tôt sur la même période.

La valeur d'actif net tangible est stable à 5.07\$.

Lumber Liquidator (USA) Ticker : LL

Les résultats des 9 premiers mois de l'année sont clairement médiocres, avec une perte qui ne cesse de se creuser. Notre objectif de cours s'établit à présent à 30,95 USD. Mais le fait qu'une partie seulement des hypothèques pesant sur la société ont été levées (reste à régler les litiges sur les parquets cancérogènes) nous font rester à l'écart de cette société, malgré un potentiel théorique intéressant.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Lors de la publication du rapport trimestriel de la holding luxembourgeoise, nous apprenons que la plupart des investissements dans « l'or gris » ont été

News de nos sociétés

vendus avec plus-value. Il s'agit de la participation dans IP santé en France et dans une bonne partie des maisons de retraite italiennes.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Porté par une avalanche de bonnes nouvelles, le titre s'octroie un petit bond de +35% en novembre. La société a gagné 2 appels d'offres. Le premier aux USA concernant les permis de conduire dans l'Etat de Pennsylvanie et le second en Ethiopie avec la Banque Nationale. Elle a également signé des partenariats en Amérique du Sud avec le leader mondial de la sécurité et de la carte d'identification Plasco ID, ainsi que des accords de distribution avec Databac Group pour le Royaume-Uni et l'Espagne.

Au niveau opérationnel, la société a sorti 2 nouvelles machines d'édition de cartes pour le secteur bancaire : les cartes S3400 et S3500, compatible avec les systèmes Visa et Mastercard. Nous n'y connaissons rien, mais il semblerait que ces nouvelles cartes soient le fruit d'un long travail de R&D. Soit. Il faut penser à les vendre alors... et le plus cher possible sera le mieux...

Et enfin, une information des plus intéressantes, avec la nomination d'un directeur de la relation avec les investisseurs. Matica souhaitant augmenter ses communications avec les le marché dans les 12 - 18 prochains mois. Ce n'est pas une idée superflue, vu le manque de communication dont nous avons souffert avec ce titre.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Nous apprenons que la justice britannique autorise la réduction de capital par apurement des pertes reportées (opération que nous avons annoncée dans la lettre de septembre). Rien ne semble donc juridiquement s'opposer à ce que la société puisse reprendre le paiement d'un dividende. Sur le plan économique par contre ...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

La « recovery » semble se confirmer pour le fabricant italien de salons. Certes, elle semble encore fragile mais « elle est bien là ». Les résultats du 3e trimestre nous apprennent en tout cas que la société a généré un Ebitda positif de 1,5 Mio (vs un Ebitda négatif de 3,7 Mio en 2014). Sur l'ensemble de l'année, il est pratiquement à l'équilibre et la perte a été divisée par deux par rapport à l'année précédente. Au niveau des ventes, la croissance reste amorphe en Europe mais elle semble repartie aux USA et en Asie. La VANT est toujours en baisse, à 3,16 USD.

O2Micro International (USA) Ticker : OIIM

La société a publié un communiqué le 23 novembre dernier pour confirmer qu'elle allait continuer à réduire ses coûts afin d'atteindre le plus vite possible le point mort financier et le retour à la rentabilité. Sur l'exercice 2016, ce sont ainsi entre 3 et 4 M USD qui devraient être économisées. Le CEO enfonce le clou en précisant que le but est de faire croître la valeur pour les actionnaires. Des paroles que nous apprécions, surtout quand elles sont suivies d'actes.

News de nos sociétés

Paradise (USA) Ticker : PARF

Ce troisième trimestre, clôturé en septembre, nous montre un chiffre d'affaires sur le segment plastique (maillon faible) en progression de 3.10%. Les fruits confits progressent de 12%, sur le trimestre. L'ensemble du chiffre d'affaires est en progression de 10.8%, comparé au même trimestre de 2014. Sur les 9 premiers mois de l'année, le segment plastique n'a toujours pas comblé son recul et la progression du chiffre d'affaires de 2.15% sur les 9 premiers mois de l'année est toujours due au segment fruits confits. Le profit net sur les 9 premiers mois est de 0.06\$, au lieu d'une perte de 0.31\$ sur la même période en 2014. La valeur d'actif net tangible ressort à 40.51\$, en très légère progression.

Profire Energy Inc (USA) Ticker : PFIE

Bilan semestriel clôturé au 30 septembre.

Malgré un chiffre d'affaires et des profits bruts divisés par deux, la société parvient à maintenir son EBITDA en positif, et à générer un minuscule profit de 0.01\$ par action. Nous notons principalement que la société a réduit ses coûts fixes de 30% sur le semestre et a également réduit le coût de ses produits de 40%.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

Clôturé le 30 septembre, le troisième trimestre de la société est mauvais. La VANT de la société perd 28% et s'établit à 4.75\$. Sur les 9 premiers mois de l'année, les ventes ont chuté de 42% et la perte a pratiquement doublé par rapport à 2014 sur la même période.

En plus de cette perte importante, la valeur du cours est passée, au moment où nous rédigeons ces news, sous 1\$, ce qui met la société dans la zone de délistement.

La seule bonne nouvelle nous vient des déclarations du CEO Bill Weismann, qui nous explique que le marché du saphir est actuellement excédentaire, mais qu'il se discute en ce moment la possibilité d'inclure plus d'écrans saphir sur les téléphones mobiles. Le CEO nous explique donc que si cette possibilité devenait réalité, une inversion rapide de la tendance actuelle des prix pourrait avoir lieu.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Bizarrement, la société n'a pas publié son niveau d'activité du 3ème trimestre et nous prenons connaissance directement du « résumé » (qui porte ici vraiment bien son nom !) du 4ème trimestre. Nous comprenons un petit peu mieux le silence du management. La perte de vitesse de l'activité s'est encore accentuée sur le second semestre de l'exercice. Si au premier semestre, l'activité accusait un recul de -8,3%, sur l'ensemble de l'exercice clos au 30 septembre 2015, la baisse atteint désormais -11,6% à 106,3 M EUR. Vous connaissez la chanson : la faute au serrement de vis du gouvernement envers les collectivités locales. Mathématiquement, la baisse sur le second semestre a dû atteindre les -15%. Mais cela, il faut le deviner (ou le calculer à la louche)... puisque nous n'avons pas eu l'information. Ce n'est pas la première fois que notre équipe « d'élite » aux commandes de cette Daubasse réussit à reculer les limites de la malhonnêteté intellectuelle. En espérant que la mauvaise qualité de leur com-

News de nos sociétés

munication ne soit pas à l'image de leur(s ?) qualité(s) de gestionnaire... Résultat des courses le mois prochain. Que les croyants (quel que soit votre culte) parmi nos abonnés, qui sont, comme nous, actionnaires de ce navire chavirant, prient un maximum en la faveur d'un bilan préservé ! Merci.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Le rapport financier du 3e trimestre nous montre un coût d'extraction en légère hausse pour la mine d'or de Marigold (719 USD l'once) mais des coûts parfaitement maîtrisés et même en légère baisse pour la mine d'argent de Pirquitas (11,02 USD l'once). En raison de l'absence de plus-value suite à des cession de sites miniers, la perte a augmenté au cours des 9 premiers mois de cette année, à 0,71 USD par action (vs 0,50 l'exercice comptable précédent). Hors effets de cession, la perte aurait été au même niveau que l'année dernière.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- Au 30 septembre 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :
60% d'actions

28.40 % d'obligations

11.60 % de liquidités ou placements court terme

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

49.00 % d'actions

28.00 % d'obligations

23.10 % de liquidités ou placements court terme

Le rapport mensuel nous explique que dans ce marché fortement haussier, les gérants ont décidé d'alléger la partie actions, qui est donc passée de 60% à 49% fin octobre et n'a pas été réinvestie, ce qui a fait augmenter les liquidités.

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Le troisième trimestre de la société clôturé en septembre, ne nous apprend pas grand chose de neuf. La valeur patrimoniale est en léger recul à 2.72\$. Le chiffre d'affaires en recul de -27%, le coûts des produits en recul de -29%, les coût fixes en hausse de 9.60%. La perte finale pour les activités qui vont se poursuivre est de -0.65\$ par action, au lieu de -0.84\$ par action. Ce qui est malgré tout un peu mieux que voici un an.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSI

Le premier rapport de l'année comptable clôturé au 30 septembre 2015 nous montre une activité en recul et un bilan nettement plus solide. Le chiffre d'affaires est en recul de 8.50%. La vente de l'hôpital de Fulton a permis de faire passer l'endettement de 1.36\$ par action à 0.54\$ par action. La valeur net-estate de 4.02\$ devient supérieure à la VANT de la société qui vaut 2,25\$. La valeur net-estate devient donc le prix cible de la société.

Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L

Une nouvelle bienvenue au cours du mois de novembre concernant la trésorerie de la société. La position de trésorerie a augmenté de +1,35 M USD du fait de la réduction d'une garantie de la Banque Statoil, passant de 2,20 M USD à

News de nos sociétés

0,85 M USD. Cette garantie est relative à la fabrication et la vente d'une unité D-PMSS initiée en mars 2013 et déployée en Mer du Nord pour l'acquisition de données sismiques.

Velcan Energy (France) Ticker : ALVEL.PA

Bonne nouvelle pour la société qui vient d'obtenir une autorisation pour le projet de la centrale hydroélectrique Tato 1 (186 MW) situé en Arunachal Pradesh. Le projet Tato-1 est le deuxième plus important par la taille et l'un des trois projets totalisant une capacité installée de 571 MW sur la rivière Yarjep que Velcan développe depuis 2007.

Jean-Luc Rivoire et Antoine Decitre, co-directeurs du groupe, déclarent :

« L'obtention de cette autorisation est une nouvelle étape importante pour Velcan en Inde. Elle valide huit années d'investigations sur le terrain avec une équipe dépassant parfois une centaine de travailleurs sur site et impliquant plus d'une trentaine d'ingénieurs dans les études techniques et les analyses commerciales, menées avec le plus grand professionnalisme ».

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Le Conseil a validé les comptes arrêtés au 30 septembre 2015. Si nous avons le compte de résultats avec un petit bénéfice opérationnel de 17 k EUR, nous n'avons pas le détail du bilan. Néanmoins, nous allons tenter de valoriser ce holding. Ses participations dans l'assureur Generali et le cimentier Cementir représentent en effet la quasi-totalité de ses actifs. Notre valorisation de holding maison, avec les données du bilan du 30 juin 2015 et les derniers cours de bourse des participations cotées, nous donne une valeur de 3,55 EUR par action. Au cours de 1,24 EUR, la décote est de 65%.

Viel (France) Ticker : VEIL.PA

Le groupe financier annonce une hausse de son chiffre d'affaires de 14 % au 3e trimestre 2015.



Analyses de société

Holland Colours N.V.

(Euronext Amsterdam, Ticker: HOLCO.AS / ISIN : NL0000440311)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



Le Groupe hollandais fondé en 1979 à Apeldoorn est un spécialiste des colorants pour plastiques (PVC pour le marché de la construction, silicone, emballages,...) pour les marchés de la construction, de l'agro-alimentaire, des cosmétiques et de l'électronique, en développant au fil des ans un savoir-faire technologique spécifique.

La société est implantée à travers le monde avec des bureaux et des outils de productions aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Hongrie, en Indonésie, en Chine, au Canada, aux Etats-Unis et au Mexique.

Les ventes sont effectués à 53% vers l'Europe, à 33% vers l'Asie et pour le reste, soit 14%, en Amérique.

Le capital de Holland Colours est en majorité détenu par la société Holland Pigments BV (50,01% du capital), détenue elle-même à 22% par des anciens employés et des employés actuels d'Holland Colours. Le management détient 5% des actions d'Holland Colours et le flottant représente 23,71% du capital.

La société emploie environ 400 personnes à travers le monde.

Le rapport de référence utilisé pour nos différents calculs est le rapport semestriel arrêté au 30 septembre 2015. Nous avons retenu comme cours de référence le derniers cours coté du mercredi 26 novembre, soit 46,00 EUR par action.

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions (en millions)

2014	0,860351
2013	0,860351
2012	0,860351
2011	0,860351
2010	0,860351
2009	0,860351
2008	0,860351
2007	0,860351

Analyses de société

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.

Le nombre d'actions en circulation n'a pas été modifié.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2014	37,2%
2013	36,2%
2012	35,3%
2011	35,2%
2010	35,9%
2009	37,0%
2008	41,5%
2007	37,4%

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.

Hormis le pic de 2008 à 41,5%, les frais généraux ne se dirigent pas vers la baisse. Ils semblent se stabiliser autour de 37% du chiffre d'affaires.

3. Rotation des stocks

2014	47,27
2013	47,61
2012	53,98
2011	68,28
2010	58,13
2009	58,05
2008	55,33
2007	68,35

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.

C'est un bon point cette fois, puisque malgré la croissance de l'activité, le

Analyses de société

groupe réussit à accélérer sensiblement la rotation de ses stocks. Ils restent 47 jours en moyenne en 2014 dans les entrepôts d'Holland Colours, contre des pics à 68 jours historiquement. Une réduction donc de plus 20 jours.

4. Création de valeur sur 8 années : 104,1 %, ou 10,7 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de savoir quelle a été la vraie valeur « comptable » générée au profit des actionnaires.

Les données sont plutôt bonnes. Il faut considérer le fait que les résultats des 8 dernières années ont été amputés des amortissements des immeubles et terrains de la société. La croissance « comptable » des fonds propres peut avoir été minorée par rapport à la croissance économique.

Conclusions : Hormis le point négatif de la gestion des frais généraux, la gestion de l'entreprise nous semble être de bon père de famille. Il est un peu dommage que la société ne rachète pas davantage de titres pour les annuler.

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 : 2,27

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 du groupe néerlandais couvrent plus de 2 fois ses passifs courants. Il n'y a donc pas de tension financière particulière à court terme.

2. Trésorerie nette par action : 2,60 EUR

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 a une bonne trésorerie et très peu de dettes, ce qui lui permet de présenter une trésorerie nette positive. Nous le verrons par la suite, mais avec des free cash-flow structurellement positifs depuis de nombreuses années, nous pouvons nous demander pourquoi la société dort sur ce matelas de liquidités. Quoi qu'il en soit, c'est toujours un élément sécuritaire supplémentaire.

Analyses de société

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 0,67

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 qu'il faudrait environ 8 mois à la société pour rembourser l'ensemble de son passif long terme. C'est encore une fois un élément très appréciable qui témoigne de la solidité financière de l'entreprise : free cash-flow récurrents importants et peu de dettes.

4. Ratio de solvabilité : 78%

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan, duquel nous avons amputé les liquidités et les placements de trésorerie.

La solvabilité de l'entreprise est de bon niveau. La société ne devrait pas souffrir de tension financière particulière.

Conclusions : Sans être en béton armé, la société a une structure financière très saine.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

2014	4,02
2013	4,12
2012	3,40
2011	1,97
2010	3,65
2009	1,34
2008	-0,72
2007	0,92

A la lecture de ce tableau, il y a le passage à vide de 2008 qui, une fois digérée, laisse entrevoir une amélioration de la rentabilité.

Analyses de société

2. Chiffre d'affaires par action

2014	79,32
2013	76,65
2012	76,60
2011	71,18
2010	70,33
2009	59,32
2008	61,99
2007	69,94

Malgré le trou d'air 2008-2009, l'activité repart de l'avant tranquillement mais sûrement pour atteindre des plus hauts sur 2014. Et comme nous le verrons plus tard, cette croissance ne se fait pas au détriment de la rentabilité. C'est donc de la croissance rentable. Fait suffisamment rare pour être signalé.

3. Free cash-flow par action

2014	5,03
2013	3,43
2012	3,82
2011	3,87
2010	5,27
2009	3,68
2008	1,65
2007	0,92

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.

Même dans les exercices difficiles, la société a toujours généré des free cash-flows positifs. Elle a donc systématiquement corrélé ses investissements à ses résultats pour ne pas fragiliser sa structure financière (= son bilan).

Vous noterez, cher(e) abonné(e), que les free cash-flow sont plus stables et plus élevés que les bénéfices par action. C'est la traduction chiffrée de ce que nous précisons plus haut : la création de la valeur économique (davantage perceptible par l'analyse des flux) est plus forte que la création de valeur comptable (qui tient compte, entre autre, des amortissements sur les immeubles et terrains alors que la valeur de ces derniers ne se déprécie pas forcément, au contraire).

Analyses de société

A plus de 5 EUR par action pour 2014, nous sommes de retour sur des plus hauts historiques.

4. Dividende par action

2014	2,00
2013	2,12
2012	1,75
2011	1,10
2010	2,30
2009	0,50
2008	0,00
2007	1,00

La société adapte le montant de son dividende en fonction de ses résultats et de ses besoins. La stratégie de distribution n'est pas figée et ne remet pas, une fois encore, en risque la société. Trop de sociétés mettent en péril leur bilan dans le seul but d'accroître ou de maintenir au même niveau un dividende historique.

5. Marge d'exploitation

2014	12,1%
2013	13,7%
2012	16,0%
2011	17,2%
2010	11,3%
2009	10,5%
2008	5,3%
2007	11,1%

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.

Même s'il décroît en 2014 à 12,1% du chiffre d'affaires, il reste à un excellent niveau. Les comparables sont parfois traîtres. On pourrait faire le constat que les marges se réduisent. De notre point de vue, même si objectivement c'est bien le cas, il faut plutôt reconnaître que des marges de plus de 15% comme ce fut le cas en 2011 et 2012 étaient exceptionnelles. Comme dirait Voltaire : Le mieux est l'ennemi du bien.

Analyses de société

Conclusions : L'activité croît plus vite que les bénéfices du fait d'une marge « moins exceptionnelle ». Ce que nous retenons c'est que pour une activité industrielle, la marge de plus de 12% en 2014 (et qui se maintient d'après les chiffres du 1er semestre 2015 arrêtés au 30 septembre 2015), est un très bon niveau, plutôt rare dans le secteur.

Le management semble bien gérer ses free cash-flows en mixant habilement les allocations de trésorerie entre dividendes et investissements.

V. Rentabilité

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

1. ROE

2014	11,3%
2013	13,7%
2012	11,7%
2011	7,6%
2010	14,2%
2009	5,8%
2008	-3,4%
2007	4,0%

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.

Les retours sur capitaux sont corrects, sans plus, avec un niveau moyen sur les 8 dernières années de 8,1%. Comme nous le mentionnons plus haut, le ROE n'est pas maximisé car l'entreprise détient de l'immobilier qu'elle amortit. Egalement, sa position de trésorerie excédentaire, si dans un premier temps permet d'améliorer le bilan de la société, réduit son ROE car elle mobilise des capitaux « sous exploités ».

2. Rapport free cash flow/dividende

2014	2,51
2013	1,62
2012	2,18
2011	3,52
2010	2,29
2009	7,35
2008	-
2007	0,92

Analyses de société

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.

Le management a historiquement bien ajusté ses excédents de trésorerie entre dividendes et investissements, les free cash flow couvrant en moyenne près de 3 fois les dividendes versés.

Conclusions : Pour un acteur industriel, avec une trésorerie excédentaire et étant propriétaire de d'immobilier pour un coût historique d'acquisition de 22,5 M EUR, la rentabilité est en haut de panier et semblerait démontrer que la société est un acteur de niche avec un savoir faire propre.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2014 : 10,4** (PER moyen des 8 dernières années : 11,8)
2. Rendement dividende : 4,76%
3. **Price to book 2014 : 1,18** (price to book moyen des 8 dernières années : 1,03)
4. **Price Net cash ratio : 16,17** (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 Holland Colours s'établit à 92,51 EUR.

VII. Conclusions

Avec un cours actuel de 46,00 EUR, nous pouvons acheter des actions de Holland Colours avec un potentiel de +101,1% par rapport à notre objectif théorique (92,52 EUR).

La rentabilité est déjà intéressante, mais elle pourrait être optimisée par un retour plus important aux actionnaires. En effet, pour une société de croissance rentable comme Holland Colours avec des free cashflows récurrents en croissance et des marges opérationnelles de plus de 10%, il est légitime de se de-

Analyses de société

mander pourquoi continuer à accroître sa position de trésorerie et pourquoi détenir encore son patrimoine immobilier.

Nous noterons enfin, que la société distribue un dividende qui assure un rendement actuel de plus de 4% qui permet à l'actionnaire de patienter en attendant « que quelque chose se passe » et que la société étant néerlandaise, l'action est éligible au PEA, cher à nos abonnés français.



Analyses de société

J. Smart & Co

(London Stock Exchange, Ticker: SMJ.L / ISIN : GB00B76BK617)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



J. Smart & Co est une société britannique fondée en 1947.

Son activité principale consiste à construire et à développer de l'immobilier résidentiel, industriel ou commercial en vue de le vendre ou de le mettre en location.

Les travaux de construction sont réalisés par le groupe lui-même et la sous-traitance est réduite au minimum.

La principale zone d'opérations est le centre de l'Ecosse.

La principale activité consiste en la construction de logements sociaux pour plusieurs associations et bailleurs sociaux, mais le groupe détient un portefeuille de biens industriels et commerciaux autofinancés de plus de 1 000 000 m².

Nous travaillons avec les comptes annuels arrêtés le 31/07/2015.

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

Nous relevons un actif courant de 86,8 GBp duquel nous amputons l'ensemble du passif pour 39,5 GBp. La VANN s'établit donc à **47,8 GBp**.

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

Comme nous l'avons expliqué dans l'introduction, la société détient son siège social (acquis pour 1,91 GBp par action) mais aussi des immeubles de placement qui sont inscrits aux comptes à leur juste valeur.

Cette juste valeur est établie par la direction elle-même après avoir vérifié que ses propres évaluations correspondaient à celles d'un cabinet indépendant. Néanmoins, nous ne pouvons que nous montrer prudents avec les risques de subjectivité que cette approche pourrait engendrer.

C'est la raison pour laquelle, fidèles à nos principes, nous appliquons une marge de sécurité de 20 % sur la valeur de l'immobilier de placement comme de l'immobilier d'exploitation.

Après prise en compte de cette marge de sécurité, nous établissons la VANE à **158,08 GBp**.

Analyses de société

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

Nous revenons sur l'**actif courant** et son poste le plus important qui est, quelle bonne surprise, le **cash détenu en banque**. Il représente 55,47 GBp par action, soit plus de la moitié de la capitalisation boursière actuelle.

Les **stocks** sont essentiellement composés d'immeubles en cours de construction et de terrains destinés à être développés. Ces stocks tournaient en moyenne à 161 jours au cours des 3 derniers exercices comptables mais à seulement 116 jours pour l'exercice 2014/2015. Malgré cela, nous prendrons une marge de sécurité de 20 % sur la valeur aux livres afin de tenir compte du fait qu'un peu plus de la moitié de la valeur du stock est constituée d'immeubles en cours de construction. Nous déduisons donc 2,44 GBp.



Les **créances** sont composées de factures à payer par les clients, d'avances à récupérer et d'avances à des *joint-ventures*. Elles sont payées en moyenne à 79 jours, à comparer à 131 jours en moyenne les années précédentes. Nous décidons de prendre une marge de sécurité de 10 % sur ce poste, soit 0,96 GBp.

Au niveau de l'**actif fixe**, nous avons déjà abordé le plat de résistance dans le calcul de la VANE. Il s'agit d'**immeubles de placement** composés à 70 % d'immeubles industriels et 30 % d'immeubles commerciaux.

Selon les annexes du rapport financier, les immeubles industriels procurent un rendement locatif brut moyen de 8,4 % et les immeubles commerciaux de 10,3 %. En moyenne, le rendement locatif serait donc de 8,9 %.

Néanmoins, lorsqu'on analyse d'un peu plus près les loyers réellement encaissés et que nous les rapportons à la valeur des immeubles de placement reprise dans le bilan, nous obtenons un rendement locatif brut moyen de 7,5 %.

Après prise en compte des charges locatives, le rendement net des immeubles de placement rapporté à leur valeur aux livres s'établit à 5,1 % par rapport à la

Analyses de société

valeur aux livres, et 6,3 % par rapport à la valeur prise en compte dans le calcul de la VANE.

Nous décidons de porter ce rendement net à exiger à 7 % et déduisons la valeur des immeubles de placement de 10 % supplémentaire, soit 13,45 GBp.



Outre le petit poste d'**immobilier d'exploitation**, nous relevons des **installations** et du **matériel** que nous reprenons pour 10 % de sa valeur d'acquisition, soit 1,23 GBp.

Nous reprenons quelques **participations dans des joint-ventures** ainsi que quelques **immeubles destinés à être vendus** pour leur valeur aux livres amputée de 20 % (comme dans le calcul de la VANE), soit 1,03 GBp.

Enfin, l'entreprise constitue des **réserves pour assurer ses obligations de pension vis-à-vis de son personnel**. Les provisions constituées (investies pour 77 % en actions) semblent supérieures à ce que, statistiquement, la société devrait réellement payer. Nous reprenons ce surplus avec une marge de sécurité de 20 %, soit 2,51 GBp.

Les **engagements hors bilan** portant sur des **indemnités à payer en cas de non-respect d'obligations contractuelles** s'élèvent 6,92 GBp par action. Nous les reprenons pour 50 %, soit 3,46 GBp. Nous tenons compte aussi de 50 % d'un minuscule **engagement de loyers futurs à payer**, soit 0,27 GBp.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de J. Smart en cas de mise en liquidation volontaire à **142,27 GBp**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Nous n'avons pas pu consulter les rapports financiers des 5 derniers exercices, éléments indispensables pour calculer la VCB. Nous constatons néanmoins que la société a dégagé des bénéfices nets au cours des 3 derniers exercices comptables (EPS moyen de 2,98 GBp par action), mais le résultat d'exploitation n'a été positif que pour l'exercice 2014/2015. Le rendement moyen du dividende des 5 dernières années s'élève, selon Reuters, à 3,26 %. On peut donc estimer que la société est rentable mais que cette rentabilité s'avère assez faible.

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours actuel de 104,50 GBp, il est possible d'acquérir des actions J. Smart & Co avec une marge de sécurité de :

33,2 % sur la VANE

25,7 % sur la VLMV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 191,16 GBp) est de 83%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à 114,10%, ce qui signifie que la trésorerie couvre, à elle seule, l'ensemble du passif.

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

La faible rentabilité dégagée qui semble structurelle, la faiblesse de son flottant et le fait que l'actionnariat soit parfaitement verrouillé par la famille Smart avec les risques que celle-ci pompe l'essentiel de la valeur générée à son profit exclusif, sont sans doute les principales raisons ayant entraîné une sous-évaluation qui semble chronique.

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 immobilière au Royaume-Uni. Le vrai souci ne nous semble pas être que la situation empire mais plutôt qu'elle ne s'améliore jamais.

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

Un retour à une rentabilité plus élevée bien évidemment ... ou un passage de témoin d'une génération à l'autre qui entraînerait des mouvements dans l'actionnariat (le président du Conseil d'Administration a 71 ans). Peut-être aussi l'abandon de l'activité de location d'immobilier avec sa mise en vente et retour des produits de la vente aux actionnaires.



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