

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 9
News de nos sociétés	page 11
Analyse de la société American Public Education, Inc.	page 17
Analyse de la société QC Holdings Inc.	page 25
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 31

Edito



Flashback 2015.

Une nouvelle année se termine et une autre commence. Pour l'équipe des Daubasses, c'est toujours le moment idéal pour jeter un oeil en arrière, pour prendre du recul et faire un premier point sur ce que nous avons fait pendant l'année qui vient de s'écouler et ceci avant de regarder vers l'avant.

Nous avons le sentiment d'une nouvelle année en roue-libre, une année durant laquelle il ne se passe pas grand-chose comme en 2014, 2013, 2012 où les creux de marché sont de moins en moins nombreux et de plus en plus rapides à se résorber. Un véritable cauchemar pour les chasseurs d'actifs bons marchés qui non seulement ne voient rien apparaître car ces creux sont légers (-5% à -10%), mais aussi loupent les très rares prix attractifs car trop furtifs, rapides à rebondir... Insaisissables.

Au cours de 2015, les chasses mensuelles ont atteint des paroxysmes de frustrations. Le ratio de 10 « pierres » retournées pour 1 trouvaille qui nous semblait déjà assez lourd de 2008 à 2011, apparaît aujourd'hui comme l'âge d'or de la chasse à la Daubasse. En effet, aujourd'hui on est plutôt dans du 100% bilans de sociétés passés au crible pour 1 trouvaille correspondant à nos critères, voire très légèrement en dehors mais qui mérite d'entrer dans nos listes! A noter quand-même que la chasse de décembre restera une des meilleures chasses de l'année.

Au niveau des achats de l'année, hormis l'année 2010 durant laquelle nous ne disposions plus de liquidités et où nous avons effectué 16 achats sur l'année, 2015 restera peut-être l'année la plus « sobre » en matière de prises de décisions avec 24 achats, contre une moyenne sur 8 ans (2008-2015) de 31 achats par an. Cette sobriété est relative et dépend étroitement de deux facteurs que nous rencontrons depuis 3 ans. Le premier est indépendant de notre volonté et quantitative : c'est le nombre d'occasions présentes sur le marché, même si 2015 a été très légèrement supérieur à 2014 en nombre d'occasions. Le second

Edito

est une décision qualitative qui date de 2012, à savoir que nous n'investirons que sur les réelles occasions dont les décotes sont dans la majorité des cas supérieures à la moyenne du potentiel estimé de notre portefeuille. Par rapport à ce second critère qualitatif, nous pouvons clairement affirmer que 2015 a été l'année la plus faible. Nous notons enfin que nous n'avons renforcé que 5 fois de notre « plein gré » et participé à l'augmentation de capital de I Grandi Viaggi car nous n'avions pas d'autre choix si nous ne voulions pas être dilués. C'est donc forcés et au final de notre plein gré que nous avons renforcé via cette AK, car les conditions étaient bien entendu aussi intéressantes en terme de décote sur ce qui était proposé.

Nous nous sommes efforcés au cours de l'année 2015 à n'investir que par tranches de 1% du portefeuille, ce qui nous a permis surtout de renforcer en cas de turbulences des marchés ou de krach. Et nous allons poursuivre dans cette voie autant de temps que les marchés continueront de monter. Sur 2015 nous n'avons augmenté que 6 fois (avec nos 6 renforcements) le poids d'une société au sein de notre portefeuille, ce qui est une première.

Au niveau des différentes catégories, nous notons deux choses en 2015 : nous avons le plus investi sur la catégorie RAPP qui est passée de 1 société fin 2014 à 7 sociétés fin 2015, soit l'achat de 6 sociétés durant l'année... Et nous avons aussi acheté 6 sociétés net-net. Ce sont aussi ces deux catégories qui signent la meilleure performance de l'année 2015 que nous vous détaillerons plus bas.

Le point négatif de l'année reste la chute de l'or et de l'argent, en recul de -10% sur l'année 2015 avec bien sûr un effet démultiplié sur nos minières et le cours du pétrole en recul de -35% sur l'année touchant cette fois nos parapétrolières, hormis Hyduke Energy Service sur laquelle nous avons réalisé un *bagger* entre avril 2014 et janvier 2015 et investi une seconde fois après la chute du cours de plus de 75% par rapport à ses plus haut en août 2015 et qui signe une des meilleures performances de l'année après 4 mois en portefeuille... A se demander si c'est bien une parapétrolière!

Cela dit, nous avons modifié notre *process* sur l'achat de sociétés décotées liées à une matière première et nous allons faire très bientôt un article sur notre blog vous expliquant les raisons et ce que nous ferons à l'avenir pour appliquer un *process* plus spécifique lié à ce type de situation. Nous vous en avons déjà parlé mais nous voulons toujours prendre le temps quand il s'agit d'enrichir le *process* d'une nouvelle règle. Prendre le temps signifie surtout de ne pas prendre de décision impulsive, liée à une perte temporaire ou définitive. Mais poser un certain nombre de réflexions qui font sens car pécunies de bon sens et surtout que cette règle supplémentaire fasse l'unanimité pour les 4 investisseurs de l'équipe des Daubasses.

Notre performance annuelle est de +7.56 %, comparée au tracker MSCI World (dividendes réinvestis) qui a généré une performance de +10.35% sur la même période.

Edito

Nous avons réalisé 6 *baggers* au cours de l'année 2015 :

Zoom Telphonics : +714.57%

Coast Distribution System : +195.99%

Investor AB : 152.60%

Panaria Group : +134.67%

Coil : +131.92%

Hyduke Energy Services (14/04/14 - 12/01/15) : 104.74%

Top 3 et le flop 3 de l'année 2015

Top 3

1° Net Net : Matica Technologies = +100.37%

2° Net Net : Global Tech Advanced Innovation = +96.43%

3° Net Estate : Hyduke Energy Services = +74.45%

Flop 3

1° Diversification Value : Sprott Ressources Corp = -75 %

2° Net Estate : STR Holdings = -73.34%

3° Net Estate : Civeo = -55.49%

Décembre 2015

Compte-rendu mensuel

Notre portefeuille est en recul de -3.59% sur le mois de décembre alors que l'indice MSCI World accuse un recul de - 4.12%.

Les marchés ont subi un recul généralisé lors de la seconde semaine de décembre, avec le baril de pétrole qui a chuté de plus de 17% sur les 20 premiers jours du mois et dans l'attente de la première remontée des taux, une certaine volatilité a aussi été observée. Le marché ne s'est repris ensuite que fort timidement.

Nous notons une nouvelle fois avec cette baisse rapide de quelques jours que notre portefeuille a mieux résisté.

Mouvements mensuels

Un seul achat a été effectué en ce mois de décembre. Il est particulier parce que c'est une société 100% financière et que c'est une première sur ce secteur. Il s'agit de **QC Holding Inc.** Cela démontre que malgré un *process* bien précis et une stratégie d'investissement que l'on pourrait jugé fermée, nous sommes en réalité entièrement ouverts et en recherche permanente. Notre seul limite est l'honnêteté intellectuelle de comprendre à 100% s'il n'y a pas de hors bilan im-

Edito

possible à valoriser, car trop complexe. Si nous soutenons encore et toujours que nous n'avons pas la moindre capacité à déchiffrer le hors bilan d'une banque, une société comme QC Holding, même 100% financière, est basique et sans le moindre hors bilan. Et sa solvabilité, contrairement à une banque, est très élevée.

Nous avons donc fait le rapprochement avec Conn's (l'un de nos *baggers* de 2011) qui vendait de l'électro-ménager et aussi des prêts pour acheter cet électro. Il y a donc deux avantages dans ce type d'activité pour la société: les sommes empruntées sont petites et la diversification maximum.

De plus, QC Holding s'autofinance et ne dépend aujourd'hui d'aucune banque. Ce qui signifie que toute hausse des taux US présente et future lui sera favorable, puisque qu'elle augmentera ses taux crédits sans subir celui d'une banque, vu qu'elle s'autofinance et n'a pas besoin de liquidités pour financer ses prêts, comme nous venons de le préciser.

Les top et les flops, focus performance

Top 3

- 1° Net Net : Global Tech Advanced Innovation = +29.11%
- 2° Net Estate : I Grandi Viaggi = +23.03%
- 3° Net Net : Rubicon Technology = +14%

Flop 3

- 1° Net Estate : Civeo = - 26.80%
- 2° Net Estate : SunLink Health System = -22.13%
- 3° Net Estate : Asian Pacific Wire&Cable = -20.72%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 années pleines, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé +3.13% de performance moyenne sur les mois de décembre. La performance de décembre 2015 du portefeuille (-3.56%) fait donc apparaître une différence de plus de 6%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes (achats - ventes) de ce mois, nous avons un solde positif de +3 458.89 €, avec 1 achat et aucune vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 85 084.12 € et effectué des ventes pour 96 416.95 €. Le solde achats - ventes est donc négatif de -11 332.83 €. Nos liquidités on donc diminué ce mois et pèsent, au 31 décembre, 18.81% du portefeuille.

Voici donc à présent le suivi par catégorie sur l'année 2015 (et en ce mois de décembre) :

1° Net Net = + 10.53% (sur le mois = -2.98%)

Edito

2° RAPP = +8.52% (sur le mois = -5.96%)

3° Net Estate = + 6.12% (sur le mois = -7.18%)

4° Diversification Value = -22.67% (sur le mois = -1.23%)

C'est une victoire sur le fil des net-net que nous devons acter en 2015, après avoir effectué plusieurs chassés croisés avec les RAPP qui prennent la seconde place, suivies des net-estate qui ont perdu le plus en ce mois de décembre. Le fossé de performance est énorme avec la partie Diversification Value qui perd - 22.67%. Mais paradoxalement, nous pouvons observer avec ce petit suivi par catégorie, que c'est cette même catégorie Diversification Value qui a permis à notre portefeuille de mieux résister que le marché sur le mois de décembre.

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 allons dorénavant les regrouper dans cette rubrique. Et vous pourrez donc les consulter en un seul clic.

La 3ème partie et fin de l'avantage statistique de notre méthode. Un nouveau point sur cet avantage statistique sera proposé au cours du mois de janvier 2016. Disponible dans la Zone Premium de notre site web, vous serez prévenus par email dès sa publication.

[Lire l'article.](#)

C'est grâce à Charlie Munger, le « pott.... » et surtout l'asssssocié de Warren que nous avons essayé de nous intéresser aux « choses » connexes de l'investissement. Après la psychologie comportementale et avant l'ouvrage magistral d'un Nobel d'économie dont nous vous parlerons bientôt, nous vous présentons le magicien de la remise en question académique, le pourfendeur des idées reçues, le seul Phénicien ayant pensé le risque et ayant compris et démontré qu'il n'est pas pensable... Nassim Nicholas Taleb et son dernier ouvrage « Anti-fragile ».

[Lire l'article.](#)

Notre investisseur chronique et ami Laurent Muller, partage dans cet article une nouvelle idée très originale : la mise en graphique de la valeur, permettant de juger de la solidité bilantielle d'une société en un coup d'oeil.

[Lire l'article.](#)

Une petite pose entre la Noël et le Nouvel An, nous permet de faire partager à nos lecteurs un ancien édito de mars 2013 intitulé approche festive et carnavalesque de l'investissement... du vécu!

[Lire l'article.](#)

Edito

La rubrique culturelle

Nous aurions pu en faire la « Sweet Daubasse City », avec un bar plein d'Orval fraîches et le terrain nous aurait même permis d'organiser le « Woodstock de la Daubasse » chaque 24 novembre... Mais votre charmante équipe des Daubasses n'est pas parvenue à s'entendre sur le prix, rare !!!

[Un village américain bradé à 250.000 dollars](#)

La machine à mini Krach flash, flashée, en plein délit...

[Trading à haute fréquence: les premières sanctions tombent](#)

L'une des infos les plus surprenantes de cette fin d'année 2015, voire peut-être simplement l'info 2015 qui nous fait entrer de plein pied, mais en apesanteur, dans le 21ème siècle.

[L'espace n'appartient plus à tous](#)

Bonne année à toutes et à tous!

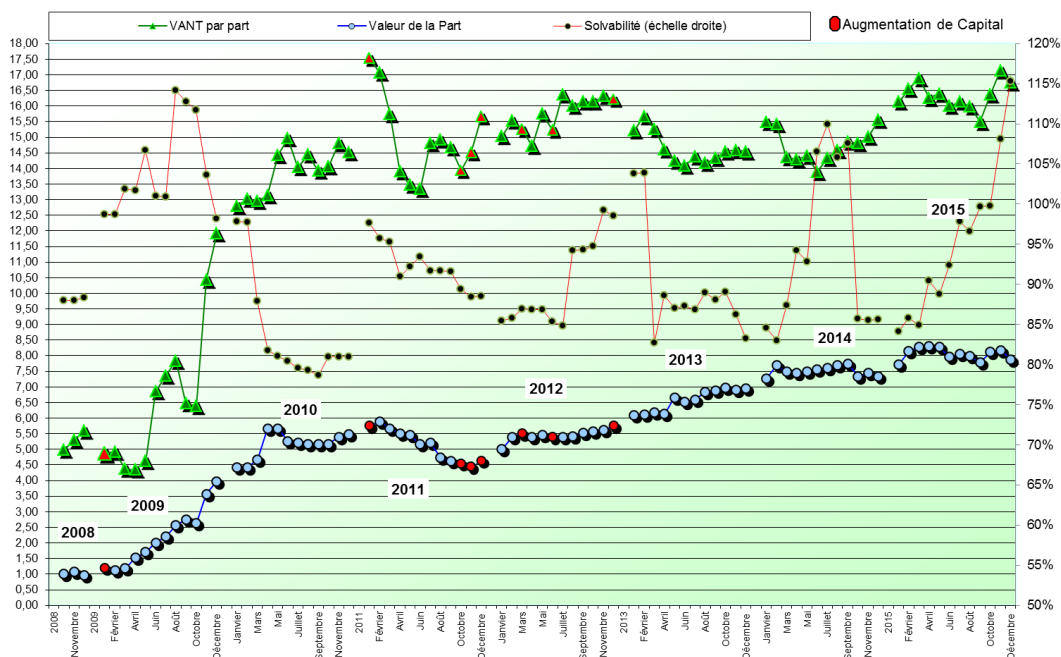
L'équipe des Daubasses



Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repères du portefeuille du club que nous jugeons dignes d'intérêt. Ils nous permettent d'avoir une idée nuancée sur notre portefeuille, et de mesurer rapidement un ensemble de paramètres, en perpétuelle évolution.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 décembre 2015	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,75 €
Potentiel	112,55%
Solvabilité pondérée	115,34%
3,33% Pondération Max	11.446,54 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	42,31%
Dollar Américain	37,38%
Livre Sterling	11,72%
Dollar Canadien	4,89%
Courone Suédoise	1,06%
Franc Suisse	1,82%
Variation des devises Yield	
	4,20%
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	2	2	48%	Trans World Entertainment	505%	1,29%	2	1	3	485%	Avalon	-7%	0,97%
0	3	3	31%	Leeds Group Plc	120%	2,52%	3	3	6	336%	Exacompta - Clairefontaine	-4%	1,86%
3	1	4	221%	Vianini Industria	-5%	2,66%	0	3	3	60%	Gevelot	401%	4,53%
0	0	0	56%	Jemtec	-64%	0,24%	3	3	6	128%	Irce	57%	1,39%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-53%	0,51%	3	1	4	112%	Natuzzi	-22%	1,67%
2	1	3	71%	MBL Group	23%	0,87%	0	3	3	65%	Peel Hotels	205%	4,76%
3	0	3	518%	Asian Pacific Wire & Cable	-36%	1,66%	1	3	4	73%	Hammond Manufacturing	59%	1,20%
3	0	3	246%	Deswell Industries Inc	-21%	1,38%	3	0	3	113%	Encre Dubuit	32%	2,46%
0	2	2	30%	Velcan Energy	50%	0,66%	3	1	4	272%	Dover Downs Gaming	-1%	1,82%
1	2	3	124%	Global Tech Advanced Inovation	74%	3,31%	1	1	2	78%	I Grandi Viaggi	16%	2,22%
2	2	4	118%	Norcon Plc	7%	1,32%	3	3	6	337%	SunLink Health System	5%	1,96%
2	1	3	72%	Matica Technologies	44%	2,68%	3	1	4	645%	STR Holdings inc	-88%	0,06%
2	1	3	161%	Gravity Corp Ltd	-35%	1,25%	0	3	3	18%	Skyline Corp	67%	1,62%
3	1	4	109%	Emerson Radio	-25%	1,29%	3	0	3	263%	Signaux Girod	-39%	0,57%
3	2	5	184%	Enteq Upstream Plc	-37%	0,65%	3	3	6	118%	Amrep Corp	28%	2,03%
3	1	4	190%	LeapFrog Entreprises Inc	-52%	0,50%	3	1	4	272%	Gafisa S.A.	-37%	1,21%
3	3	6	83%	Richardson Electronics Ltd	1%	0,97%	3	1	4	437%	Civeo	-53%	0,53%
3	1	4	317%	Rubicon Technology Inc	6%	1,10%	3	1	4	146%	Thalassa	-7%	0,95%
3	1	4	123%	GigaMedia Ltd	17%	1,17%	0	2	2	54%	Hyduke Energy Services	76%	1,46%
3	2	5	167%	QC Holdings Inc	11%	1,11%	3	3	6	135%	Bernard Loiseau	8%	1,04%
							3	1	4	146%	Allied Health Care Products	-5%	0,92%

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	96%	Eastern European Property	-20%	0,57%	3	3	6	168%	GEA	-3%	0,89%
3	2	5	117%	Elephant Capital Plc	-43%	0,08%	0	3	3	18%	Bell AG	56%	1,82%
0	2	2	24%	Luxempart	37%	1,38%	1	3	4	78%	Global Sources Ltd	36%	1,42%
3	2	5	491%	Dundee Precious Metal	-80%	0,62%	0	3	3	71%	FutureFuel	17%	1,24%
0	3	3	9%	Sofragi	38%	0,87%	3	1	4	198%	ADL Partner	-30%	0,72%
2	1	3	49%	(ADR) First Pacific Ltd	-29%	0,83%	3	3	6	223%	Dillard's Inc	-27%	0,70%
2	2	4	20%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	-3%	1,13%	3	2	5	134%	Kohl's Corporation	8%	1,08%
0	2	2	57%	Silver Standard Ressource	-2%	0,55%							
3	1	4	92%	Argonaut Gold	-78%	0,29%							
2	1	3	157%	Sprott Ressources Corp	-70%	0,56%							
1	0	1	64%	Socfinaf	-18%	0,87%							
3	0	3	240%	Alamos Gold	-58%	0,42%							
1	3	4	79%	Great Eagle Holdings Ltd	11%	1,08%							
0	3	3	49%	Symphony International Holdings L	12%	1,08%							
3	1	4	80%	Bonheur ASA	-33%	0,71%							

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>

News de nos sociétés



ADL Partner (France) Ticker : ALP.PA

Dans le compte-rendu de l'Assemblée Générale, nous apprenons que le Président du Directoire, Jean-Marie Vigneron, a décidé de renoncer au bénéfice de certaines stock-options qui lui avaient été antérieurement attribuées. Plutôt une bonne nouvelle vu les résultats récents médiocres de la société.

Amrep Corporation (USA) Ticker : AXR

La société signe un second semestre stable, clôturé au 31 octobre 2015, avec une valeur patrimoniale de 9.47\$. Et ceci malgré une chute des revenus de 22% et une perte par action qui a plus que doublé (à -0.23\$) sur la même période un an plus tôt.

Asian Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : AWPC

Le producteur taïwanais de câbles en cuivre et fibre optique pour le secteur des télécoms souffre à plein du ralentissement chinois.

Le déclin constaté au cours du premier semestre est confirmé lors du rapport financier du 3ème trimestre : les ventes baissent de 14 % et la marge brute de 42 %. Quant à la perte des 9 premiers, elle s'élève à 0,44 USD par action (vs un léger profit l'année précédente). A noter que plus de la moitié de la perte est attribuable à des pertes de change.

La direction reporte la cause de ces problèmes sur le ralentissement économique chinois : non seulement la Chine continentale est la principale destination des produits d'Asian Pacific mais, en plus, les concurrents - chinois - de la société, afin de compenser les pertes de chiffre d'affaires sur leur marché domestique, se tournent vers l'exportation vers les autres marchés sur lesquels APWC est active. Résultat des courses : baisse des ventes et guerre des prix. La VANT se tasse de manière assez conséquente à 9,45 USD et la solvabilité se dégrade à 49,6 %.

Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW

Notre RAPP termine l'année au plus haut à 3 390 CHF, et communique sur l'acquisition de l'entreprise familiale autrichienne Huber, spécialisé dans la volaille. Ce sont pas moins de 300 M EUR d'activité additionnelle qui vont s'ajouter et 900 salariés pour servir les marchés autrichiens et allemands. Le management existant sera intégralement repris et la société gardera son indépendance juri-

News de nos sociétés

dique et opérationnelle. Par ailleurs, le Conseil d'Administration a déjà acté des investissements à venir sur les sites industriels suisses.

Ces développements sont qualifiés « d'investissement d'avenir » par la société.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

La société a communiqué sur une augmentation de +15% de ses ressources *MEASURED AND INDICATED* pour sa principale mine de Chelopech au 30 septembre 2015 vs. le 31 décembre 2014. Si, a priori, cette nouvelle nous semble plutôt positive, nous n'en tenons pas compte dans notre évaluation qui ne tient compte que de 50% des réserves probables et 100% des réserves prouvées.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

Le 14 décembre 2015, Mr Martin Adams (membre du Board, non exécutif) a acquis sur le marché 200 000 actions à un cours de 50,15p. Dans le même temps, l'actionnaire Nortrust Nominees cédait 150 000 titres sur le marché et possédait toujours, après la transaction, de 5,14% des droits de vote d'Eastern European Property.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Rectification par rapport à la news du mois précédent.

Voici ce que nous écrivions le mois passé :

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 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.

Ce passage n'est pas cité juste par rapport au supplément d'informations de ce mois. En fait, devant le manque de précisions du communiqué du mois de novembre, nous avons compris que c'était un client qui ne voulait plus des produits Emerson. Mais en réalité, c'est la société Funai qui met fin à la licence qu'elle avait octroyé à Emerson pour la fabrication de différents produits, fours à micro-ondes, frigos compacts, ... qu'Emerson produisait et vendait aux USA... C'est donc peut-être moins grave que prévu, car il suffirait à Emerson de trouver un autre fabricant du même type de matériel qui lui vendrait une licence de fabrication, pour endiguer le problème... Chose qui nous semble plus facile à trouver qu'un client de distribution de la taille de Target.

Exacompta (France) Ticker : EXAC.PA

Nous nous étonnions depuis plusieurs lettres de ne pas avoir de nouvelles de chiffre d'affaires trimestriel du T3 2015, comme les précédentes années, c'est-à

News de nos sociétés

-dire mi-novembre. Et bien, l'un de nos fidèles abonnés (Dominique) a réussi à joindre la société qui lui a expliqué que « *les lois ayant changé, il n'est plus obligatoire pour les sociétés du compartiment C d'Euronext de publier les chiffres d'affaires trimestriels* ». Soit le premier et le troisième trimestre. Nous comprenons bien qu'il n'y a pas d'obligation, mais dans le respect des actionnaires minoritaires, il nous semblait respectueux de maintenir la fréquence des publications. Tout cela ne va pas dans le sens d'inciter les particuliers à acheter des actions. Un type d'épargne qui est de plus en plus délaissé.

La filiale Photoweb a acquis la société nancéenne Invaders Corp SAS qui édite l'application LALALAB, qui permet de construire ses propres albums et livres personnalisés à partir de ses propres photos.

GEA (France) Ticker : GEA.PA

La société Eximium contrôlée par Michel Baulé et active sur le marché des petites capitalisations boursières françaises, continue de monter au capital avec l'acquisition de nouveaux titres GEA. Eximium détient désormais plus de 20% du capital et plus de 15% des droits de vote. S'il pouvait inciter la famille aux manettes de distribuer un dividende généreux ou de racheter massivement des titres sur le marché plutôt que de dormir sur un matelas de liquidités depuis des années... ce serait davantage créateur de valeur pour nous autres, les propriétaires de GEA.

Gendis (Canada) Ticker : GDS.TO

La société continue de souffrir de la conjoncture défavorable aux énergies fossiles et, dans une moindre mesure, aux matières premières agricoles. Néanmoins, grâce aux revenus récurrents de son patrimoine immobilier, le résultat, hors variation de la juste valeur des immeubles et des participations cotées, reste positif après 9 mois d'exercice, à 0,13 CAD, légèrement au-dessus du dividende annuel de 0,10 CAD.

Au cours actuel de ses participations, sa juste valeur s'établit à 4,21 CAD, ce qui laisse une marge de sécurité de 26 % par rapport au cours actuel de 3,10.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

2015 se termine sur les chapeaux de roues pour notre industrielle française. Alors que la société a racheté 732 de ses titres sur la première semaine de décembre (à des cours entre 135 EUR et 137 EUR), sur la seconde semaine les chiffres explosent avec le rachat de plus de 71 000 titres, avec une grosse opération le 9 décembre de 70 548 titres à un cours de 142 EUR pour un montant de plus de 10 M EUR. Alors que dans le communiqué, cette opération se déroule « *dans le cadre du programme de rachat d'actions approuvé par l'Assemblée Générale Mixte du 19 juin 2014* » qui courait jusqu'au 13 décembre 2015, nous sommes étonnés des montants, puisque la résolution citée porte sur un montant maximal de 3 M EUR, soit bien en deçà des montants anticipés. Nous pensons qu'il y a une coquille et qu'en fait, la société a fait usage de la Première Résolution adoptée par l'Assemblée Générale Mixte du 15 octobre 2015, qui elle prévoit un rachat maximal de 10% du capital de la société pour un montant maximal de 12 M EUR, en vue de l'annuler. A moins que ce ne soit un mix des 2

News de nos sociétés

plans... Bref, les choses bougent et nous ne pouvons que nous satisfaire de voir nos intérêts d'actionnaires alignés avec ceux des managers qui profitent des cours au rabais pour faire les courses.

GigaMedia Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM

Ce mois, nous notons un achat d'actions du CEO, Hwang Collin. Il s'agit de 87 799 actions à un cours de 2.9636 \$, pour la somme totale de 636 833 \$.

Global Tech Advanced Innovation (USA) Ticker : GAI

Une offre un « poil » plus élevée pour une « OPA » qui semble se concrétiser. C'est ce que nous apprenions le 4 décembre via Business Wire. En effet, John C.K. Sham (le CEO de la société) a relevé son offre, la faisant passer de 8.75\$ à 8.85\$. Et le *process* est bien engagé et assez simple et plutôt ingénieux : ce sera en fait Global Tech qui paiera les actionnaires avec son cash (9.25\$ de cash et placements court terme dans le bilan), sauf le CEO déjà actionnaire à auteur de 27%, puisque c'est lui qui achète. La vente de la société devrait avoir lieu au premier trimestre de 2016 après un vote des actionnaires, où au moins 50% devra être obtenu pour entériner l'OPA. Ce qui ne pose pas problème, nous semble-t-il, puisqu'une majorité d'actionnaires était d'accord avec l'OPA. Seule la modalité et les garanties sur le financement par le CEO posaient question, ce qui semble être résolu. Il est enfin clairement écrit dans la news qu'une fois « l'OPA » conclue, la société ne sera plus cotée sur le Nasdaq.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Une très mauvaise nouvelle, avec la publication des résultats trimestriels arrêtés au 31 octobre 2015, puisque la société a autorisé l'émission de 346 830 options exerçables à 0,345 CAD à échéance 2020. Cet élément a un effet dilutif de -12,2% immédiat. En additionnant les pertes du trimestre de -45 k CAD, la VANT (notre objectif cible) est en baisse de -15,4% à 0,43 CAD par action. Le potentiel théorique se rétrécit donc à +26%.

Lumber Liquidator (USA) Ticker : LL

Le président-fondateur qui avait assuré l'interim en tant que CEO, le temps de remettre « un peu d'ordre dans la boutique » a cédé sa place à John Presley qui est déjà membre du conseil d'administration.

Monsieur Presley est présenté comme ayant une grande expérience en restructuration d'entreprises, que ce soit en tant que CEO ou que CFO. Lors de son dernier poste, il était à la tête de First Capital Bancorp. Le CEO intérimaire reste membre du conseil d'administration et officiera comme « conseiller spécial du CEO ».

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Le distributeur en mutation poursuit (trop ?) lentement sa métamorphose. Les ventes du 1er semestre (clos le 30/09) sont en hausse de 14 % et la perte nette par action passe de 3 GBp à 0,2 GBp.

C'est la division *jardins* qui tire les ventes vers le haut avec une croissance, hors impact de la dernière acquisition, de 32 %. La direction annonce un 2ème se-

News de nos sociétés

mestre en ligne avec ses attentes (ce qui ne veut strictement rien dire et nous fait une belle jambe ...).

La VANT est en légère baisse à 14,95 GBp et la solvabilité reste supérieure à 100 %.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

La banque JP Morgan a acquis 1 239 838 actions, soit 8,85% du capital de Peel Hotels, sans plus d'information supplémentaire.

Sears Hometown and Outlet Stores (USA) Ticker : SHOS

La société a présenté une perte de 0,01 USD pour les 9 premiers mois de l'année 2015. Elle est fortement réduite par rapport à la même période de l'année précédente (- 7,24 USD) mais l'année dernière avait été impactée par une énorme réduction de valeur sur les *goodwill*.

En dehors de cet élément, le résultat financier est légèrement dégradé par rapport à l'exercice précédent : des ventes en baisse de 2,5 % (mais seulement 0,2 % à périmètre comparable) et un résultat d'exploitation hors exceptionnel déficitaire alors qu'il était bénéficiaire à la même période de l'année dernière. La direction attribue cette contre performance à l'environnement concurrentiel qui met les prix sous pression (ben oui... la concurrence oblige à maintenir des prix bas... ce n'est pas vraiment un *scoop*).

Mais une mauvaise nouvelle arrive rarement seule : on apprend ainsi que SHOS va racheter 23 de ses franchisés parce que ceux-ci ne parviennent plus à payer leurs dettes vis-à-vis de leur franchiseur. Cette opération, qui se fera au moyen d'une radiation des créances détenues, entraînera une perte exceptionnelle de +/- 0,40 USD par action. Quand les pertes exceptionnelles succèdent aux pertes exceptionnelles, peut-on encore les qualifier... d'exceptionnelles ?

En tenant compte de la perte anticipée sur les créances des franchisés, nous établissons la VANT à 15,85 USD.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : SOCFIN

Nous apprenons qu'Afico, une société sans doute contrôlée par Hubert Fabri, l'associé de Vincent Bolloré dans le groupe, a acquis pour 400 000 euros d'actions de Socfin, la maison-mère de Socfinaf.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

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

- 49.00 % d'actions
- 28.00 % d'obligations
- 23.10 % de liquidités ou placements court terme

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

- 47.20% d'actions
- 34.60% d'obligations
- 18.20% de liquidités ou placements court terme

Le rapport mensuel de novembre nous montre un léger désinvestissement en actions de -1.80%, au profit de la poche obligataire qui augmente de 6.60% et fait également baisser les liquidités de -4.80%.

News de nos sociétés

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Thomas D. Vitro est le nouveau directeur financier de la société et a pris ces fonctions le 7 décembre 2015.

Thalassa Holding (UK) Ticker : THAL.L

Que de nouvelles en décembre. Thalassa, via sa filiale WGP Group, a signé un contrat d'acquisition de données sismiques pour ConocoPhillips sur 5 ans. Le Board a donné ses prévisions : en sismique, le CA sera compris entre 7,5 M et 10 M USD en 2016 et entre 10 M et 12 M USD en 2017. La structure financière était là, il manquait plus que des contrats. Excellente performance opérationnelle pour notre parapétrolière qui réussit à garder sa trésorerie et à trouver de nouveaux clients dans un marché tendu. Sans présager de l'avenir, le cash au bilan et ce nouveau contrat vont permettre à Thalassa de voir les 2 prochains exercices relativement sereinement, quelles que soient les évolutions du baril. Dans la foulée de ces bonnes nouvelles, la société en a profité pour racheter ses titres sur le marché en 3 fois : 1/ 740 000 actions à un cours de 43,83 pences ; 2/ 118 657 actions à un cours de 43,50 pences ; 3/ 200 000 actions à un cours de 40,00 pences. Notre objectif de cours étant la VANT, soit 98,42 pences par action, ces achats nous semblent pertinents. La société détient en trésorerie 1 458 657 de ses propres actions.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Au troisième trimestre, clôturé au 31 octobre 2015, la société signe une perte de -0.23\$ par action, comparée à -0.31\$ un an plus tôt sur les 9 premiers mois de l'année. La valeur patrimoniale est en léger recul, à 5.30\$ au lieu de 5.44\$. Nous notons une augmentation de la durée de rotation des stocks de 318 jours, alors que la moyenne sur les 3 derniers exercices est de 243 jours. A ce stade, rien d'alarmant pour une chaîne de magasins de musique, jeux vidéo et autres, dont le dernier trimestre de l'année est toujours le plus porteur et où des stocks doivent être constitués pour répondre à la demande des fêtes de fin d'année.



Analyses de société

American Public Education, Inc.

(Nasdaq, Ticker: APEI / ISIN : US02913V1035)

I. Introduction



American Public Education est une société cotée sur le Nasdaq qui propose des formations à des fins de requalification ou de réorientation professionnelle.

Ses branches d'activité sont composées de :

- American Public University System qui propose des formations en ligne dans le domaine de la sécurité et de la défense. Ce segment représente 91 % du chiffre d'affaires.

- National Education Seminar est spécialisée dans les formations accréditées d'infirmières au travers de 4 campus de l'état de l'Ohio mais aussi de formation en ligne. Cette branche d'activité a été acquise en 2013. Cette acquisition représente, pour l'heure, 9 % des ventes.

En plus de ces deux branches d'activités totalement intégrées dans les comptes d'American Public Education, nous relevons que la société a également investi dans des sociétés exerçant des activités similaires :

- a) 19,9 % du capital de New Horizons sous forme d'actions privilégiées. New Horizons fournit des formations en informatique à travers le monde. Cet investissement représente 0,39 USD par action American Public Education. La société a aussi octroyé un prêt à échéance 2018 à New Horizons. Ce prêt représente 0,34 USD par action et génère un intérêt annuel de 5 %.

- b) 25,9 % du capital de Second Avenue Software sous forme d'actions privilégiées. Cette entreprise est aussi active dans l'éducation mais avec une approche ludique. Cette ligne représente 0,09 USD par action.

- c) 21,6 % du capital de Fidelis Education qui propose des aides à l'apprentissage. Ici le poids de cette ligne est de 0,23 USD par action.

Nous notons qu'une partie importante des revenus d'American Public Education provient de subsides publics, essentiellement du ministère de la défense et des aides fédérales aux étudiants.

Les résultats financiers, en hausse presque constantes ces dernières années, ont connu un coup d'arrêt au cours de l'exercice 2015, coup d'arrêt que la direction attribue à une augmentation de la concurrence et des modifications dans les processus d'admission des étudiants.

Analyses de société

Nous travaillons avec le dernier rapport disponible, celui au 30/09/2015.

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	17.543
n-2	17.921
n-3	18.041
n-4	18.295
n-5	18.837
n-6	18.906
n-7	18.822
n-8	13.601

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, après une augmentation de capital conséquente en 2008, le nombre d'actions en circulation a tendance à diminuer. S'il s'agit là d'un constat positif, il cache aussi le fait que les stock-options sont distribuées en grandes quantités au management. Les rachats massifs d'actions ne permettent donc que de réduire modestement le nombre d'actions en circulation.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	45,83%
n-2	45,30%
n-3	42,91%
n-4	39,29%
n-5	36,76%
n-6	34,06%
n-7	35,37%
n-8	36,07%

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.

Le poids des frais généraux dans le chiffre d'affaires tend à augmenter avec le temps. Ce « dérapage » se constate tant au niveau des frais commerciaux (qui pourraient à l'extrême rigueur, être considérés comme des investissements de croissance) que des frais administratifs (que, quant à eux, nous n'apprécions pas du tout). Nous n'avons trouvé aucune raison objective à ce phénomène

Analyses de société

mais il doit nous amener à la prudence.

3. Rotation des stocks

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Assez logiquement pour ce type d'activité, l'entreprise ne détient pas de stock.

4. Création de valeur sur 7 années : 441,9 % ou 27,31 % 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 voir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.

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

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci n'est pas pilotée de manière optimale. Sans doute la direction, grâce à des subventions publiques généreuses, n'a pas été mise « sous pression » pour réaliser des rendements exceptionnels. Espérons que les prémices d'une mise en concurrence l'obligent à se remettre en question et à, enfin, se conduire en management responsable.

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 : 2,46

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

Les actifs courants d'American Public Education sont largement supérieurs à ses passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc suffisante sans nécessairement être confortable.

Analyses de société

2. Trésorerie nette par action : 6,49 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 terme ou à court terme.

La trésorerie nette représente près de 30 % du cours de bourse. Il s'agit évidemment d'une proportion confortable puisqu'on obtient toutes les activités opérationnelles pour les 2/3 du cours de bourse.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 0,94

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 d'une année d'activité « normale » de l'entreprise suffisent pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. Cela nous semble évidemment très confortable.

4. Ratio de solvabilité : 118,50 %

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 placements de trésorerie.

Un ratio au-dessus de 100 % comme c'est le cas ici nous indique que la trésorerie à l'actif est suffisante pour, à elle seule, rembourser l'intégralité du passif. Ce qui est évidemment très confortable pour permettre à la société de tenir face à la concurrence.

Conclusions : American Public Education présente un bilan très (trop ?) solide. Nous espérons que ce confort n'entraînera pas de gaspillage dans le chef de la direction, notamment dans des acquisitions non rentables.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	2,33
n-2	2,35
n-3	2,35
n-4	2,23
n-5	1,59
n-6	1,27
n-7	0,86
n-8	0,64

Analyses de société

Le bénéfice de la société est en forte augmentation dans le temps (un rythme supérieur à 20 % par an). Mais surtout, nous constatons que la cyclicité est, logiquement, très faible : notamment, la crise 2008-2009 semble passer complètement inaperçue.

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	19,95
n-2	18,39
n-3	17,38
n-4	14,23
n-5	10,52
n-6	7,88
n-7	5,69
n-8	5,08

L'absence de cyclicité est encore plus frappante quand on se concentre sur le chiffre d'affaires... et la croissance est encore plus forte puisque nous en sommes à 22 % annuellement et ce, presque exclusivement par de la croissance interne (si l'on excepte l'acquisition en n-2 de Nationale Education Seminar qui semble d'ailleurs, dans les chiffres, passer complètement inaperçue... en raison précisément d'un ralentissement dans le taux de croissance interne...).

3. Free cash-flow par action

n-1	1,79
n-2	-0,54
n-3	1,34
n-4	1,57
n-5	0,72
n-6	0,94
n-7	0,51
n-8	0,33

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.

En raison d'importants investissements informatiques récurrents (mais aussi de l'acquisition de Nationale Education Seminar en n-2), l'évolution des free cash flow est assez erratique mais ceux-ci sont aussi relativement faibles comparés aux bénéfices : au cours des 8 années passées sous revue, le free cash flow moyen s'est élevé à 0,83 USD... pour 1,70 USD pour le bénéfice moyen.

Analyses de société

4. Dividende par action

La société ne distribue pas de dividende et utilise uniquement le rachat d'actions propres pour retourner de l'argent aux actionnaires, ce qui, sur un plan strictement fiscal, ne peut que nous mettre en joie même si nous souhaiterions que la diminution du nombre d'actions en circulation se fasse de manière plus agressive.

5. Marge d'exploitation

n-1	18,81%
n-2	20,47%
n-3	21,95%
n-4	24,14%
n-5	25,24%
n-6	26,76%
n-7	23,97%
n-8	21,26%

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

Le taux de marge d'exploitation est assez irrégulier même si le tassement sur l'année dernière est relativement conséquent.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semble nous démontrer qu'American Public Education a connu de belles années de croissance mais les derniers chiffres semblent démontrer que cette croissance fait sans doute partie du passé, du moins provisoirement. Il serait intéressant de voir si, à présent, le volume d'investissement va diminuer afin de permettre d'augmenter le volume de flux de trésorerie.

V. Rentabilité

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

1. ROE

n-1	17,45%
n-2	20,30%
n-3	24,73%
n-4	30,45%
n-5	30,70%
n-6	29,19%
n-7	30,27%
n-8	26,11%

Analyses de société

Le Return On Equity compare le bénéfice net au 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 ROI moyen de 26 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires est rentabilisé de bien belle manière.

2. Rapport free cash flow/dividende

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

En raison de l'absence de paiement de dividende, ce ratio n'est pas calculable.

Conclusions : American Public Education peut, sans conteste, être qualifiée de société à rentabilité élevée.

VI. Valorisation

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

1. PER 2014 : 8,8 (PER moyen des 7 dernières années : 20,9)
2. Rendement dividende : 0 %
3. Price to book 2014 : 1,6 (price-to-book moyen des 7 dernières années : 4,9)
4. Price Net cash ratio : 3,2 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe des daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour American Public Education s'établit à 52,23 USD.

VII. Conclusions

Au cours actuel de 20,16 USD, nous avons la possibilité d'acquérir des actions American Public Education avec un potentiel, par rapport à notre objectif théorique, de 159 %.

A la lecture du rapport financier, nous avons l'impression que la société se trouve face à un défi important : se transformer progressivement d'une « rentière » bénéficiant sans doute d'une position privilégiée auprès du ministère de la défense et de confortables subventions en une entreprise commerciale performante.

Analyses de société

Le changement de la culture d'entreprise risque de s'avérer long mais l'entreprise nous semble disposer des ressources tant financières qu'humaines pour franchir ce cap.

La grosse inconnue sera pour nous la capacité de la direction à piloter ce virage.



Analyses de société

QC Holdings Inc.

(Nasdaq, Ticker: QCCO / ISIN : US74729T1016)

I. Introduction



Comme son nom ne l'indique pas, QC Holdings est un groupe américain de prêts de court terme à des particuliers. En effet, « QC » signifie « Quick Cash » (Argent Rapide en français), car la société est capable de débloquer en quelques jours les demandes d'emprunts de ses clients à travers son réseau d'agences (environ 500) et par internet aux Etats-Unis et au Canada.

La société a été fondée en 1984 par Don Allen Early à Kansas City. Nous le verrons par la suite, le management est composé, entre autres, de 3 membres de la famille Early.

Nous dérogeons assurément à notre *process* qui nous interdit d'investir dans des sociétés 100% financières. Pourquoi ? Nous avons mis en place cette règle pour éviter absolument d'investir dans des boîtes noires comptables telles que les banques qui ont des bilans et hors-bilans bourrés d'actifs difficilement évaluable et qui peuvent exploser à tout moment (type titrisation et autres produits dérivés, avec ou sans effets de leviers). Egalement, les relatives faibles solvabilités des bilans aggravent encore les risques potentiels de ces financières.

Or, avec QC Holdings, nous écartons d'emblée ces 3 risques identifiés :

1/ la société n'est active uniquement dans les prêts à court terme. C'est-à-dire, des prêts qui doivent être remboursés en moins d'1 an. Par ailleurs, sur le troisième trimestre 2015, le montant moyen d'un prêt à remboursement in fine (capital + intérêts payés à l'échéance) est de 381,51 USD et les prêts à l'installation d'un montant moyen de 742,71 USD. Nous constatons donc deux choses importantes. Tout d'abord, que les montants des emprunts en valeur sont faibles (quelques centaines de dollars) et que le portefeuille de créances est très diversifié sur plusieurs milliers de clients. Ce qui, vous le savez désormais, permet d'éviter les improbables événements rares liés aux univers statistiques trop restreints.

2/ nous n'avons trouvé que peu de hors-bilan ou autres saletés de garanties qui feraient assumer d'avantage de risques à la société, si les choses tournaient mal, que les engagements stipulés dans son bilan.

3/ enfin, la solvabilité est plus que solide, puisque là où les banques traditionnelles ont des ratios qui dépassent rarement les 10% en plus du risque de boîte noire que nous évoquions, nous calculons un ratio de solvabilité de 89% pour

Analyses de société

QC Holdings.

Bien évidemment, si les prêts à court terme sont aujourd'hui bradés, c'est qu'ils représentent un risque de défaut plus important que des prêts classiques. Nous allons voir dans cette analyse, si le jeu en vaut la chandelle.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes trimestriels arrêtés au 30 septembre 2015.

Nous avons acquis 2 854 actions à un cours de 1,30 USD.

Les calculs ont été établis sur la base de 17,333 M actions potentielles diluées.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 3,90 USD par action et l'ensemble des dettes représente 1,28 USD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **2,62 USD par action**.

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

Dans les actifs qu'elle est en train de céder à travers sa filiale spécialisée dans les prêts auto, nous relevons l'existence d'un immeuble valorisé en juste valeur pour 1,176 M USD. Cette valorisation ne doit pas être loin de la vérité. Néanmoins, nous préférons être prudent et appliquons sur cette valeur notre traditionnelle marge de sécurité de 20% et l'ajoutons à la VANN et obtenons ainsi une VANE de **2,68 USD par action**.

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

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs. Cette valorisation est essentielle, car elle va nous permettre de juger si la décote est suffisante pour investir dans la société, au cas où les choses tourneraient mal.

Nous commençons par les actifs les plus liquides : les **actifs courants**. Et le plus important actif au sein des actifs qui seront réalisés à moins d'un an est le **portefeuille de prêts à la consommation**. En valeur brute, il représente 3,24 USD par action. La société a déjà acté une provision de 0,37 USD, soit 11,4% des prêts. Par prudence, et pour prévenir de défauts supplémentaires, nous décidons d'appliquer une marge de sécurité additionnelle de 20%, et retenons donc **2,30 USD par action**.

Le second poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie et placements à court terme** pour 0,79 USD, que nous reprenons comme tels.

Analyses de société

Viennent ensuite dans l'ordre décroissant, les **paiements en avance et autres actifs**. N'ayant aucun détail sur la répartition de ces actifs et leurs exactes compositions, nous décidons de prendre une marge de sécurité importante de 50% sur l'ensemble de ce poste et retenons ainsi un montant équivalent à **0,12 USD par action**.

Nous terminons les actifs courants, avec les **actifs destinés à la vente**. Comme nous le mentionnions dans le calcul de la VANE, nous n'allons reprendre que l'immeuble valorisé par le management en valeur de marché sur laquelle nous déduisons 20% de marge. Nous retenons ainsi **0,05 USD par action**.

Nous passons aux **actifs non courants**. Le principal actif de long terme de QC Holdings est composé des **crédits d'impôts différés**. Des mauvaises surprises passées, ainsi que notre méfiance quant à la capacité de la société à pouvoir générer des bénéfices dans le futur pour faire valoir ses créances d'impôts, nous invitent à considérer cet actif qui représente 0,34 USD par action comme sans valeur.



La société a investi dans des réserves pour assurer ses **obligations de pension vis-à-vis de son personnel**. Nous ne savons pas vraiment si la société est en excédent par rapport aux futurs droits de retraite de ses employés et décidons donc par prudence d'appliquer une marge de 60% et retenons un montant par action de **0,10 USD**.

Un second **portefeuille de prêts pour installations** qui semble avoir une échéance plus longue est le deuxième poste des actifs non courants. Nous n'avons que très peu de détails sur cet élément, si ce n'est qu'il a déjà été provisionné à hauteur de 33%. En ajoutant une nouvelle marge de sécurité de 20% à ces crédits, nous obtenons une valeur par action de **0,17 USD**.

Nous passons ensuite aux **équipements de production** qui sont principalement composés de matériels de bureaux, fournitures, d'aménagements des locaux et de véhicules. Ces actifs sont amortis à hauteur de 90% dans les comptes. Nous décidons d'appliquer une marge de sécurité de 80% sur la valeur nette amortie, et valorisons ainsi ces actifs à **0,05 USD par action**.

Enfin, nous considérons les **actifs incorporels** comme sans valeur.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **1,28 USD par action**.

Analyses de société

En **hors bilan**, nous remarquons sur le rapport annuel clôturé au 31 décembre 2014 des **operating leases** liés à la location des bureaux de représentation à travers tout le pays. Ils ont la mention « non annulables » et représentent un montant de 19,5 M USD. Nous allons retraiter ce montant car il comprend les 3 premiers trimestres de 2015 qui ont déjà été payés au 30 septembre. Ainsi, pour le T4 2015, conformément à l'échéancier, nous retiendrons 1/4 du montant annuel 2015 stipulé dans le rapport annuel, soit 2,18 M USD, et un total d'operating leases non annulables de 17,3 M USD. Comme nous considérons que nous sommes dans des dispositions favorables puisque dans le cadre du calcul d'une « Valeur de Mise en Liquidation Volontaire » de la société, nous pensons que les actionnaires ne réaliseraient pas la société dans des conditions désavantageuses. Les baux pourraient par exemple être renégociés. C'est pourquoi, nous allons les reprendre à 50% de leurs valeurs faciales dans notre calcul pour 8,7 M USD, soit l'équivalent de **0,50 USD par action**.

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

Actif courant

- + Portefeuille clients : 2,30
- + Trésorerie et équivalents : 0,79
- + Paiements en avance et autres actifs : 0,12
- + Actifs destinés à la vente : 0,05

Actif immobilisé

- + Crédits d'impôts différés : 0
- + Obligations de pension vis-à-vis de son personnel : 0,10
- + Portefeuille de prêts pour installations : 0,17
- + Équipements de production : 0,05
- + Actifs incorporels : 0

Passif

- Total passif : 1,28
- Operating leases en hors-bilan : 0,50

Ce qui nous donne donc une VMLV de **1,80 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société a réalisé en moyenne un bénéfice opérationnel de 11 M USD sur les cinq derniers exercices. Mais il nous semble incorrect de calculer une capacité bénéficiaire sur la base de ces chiffres passés, car QC Holdings a cédé son activité de prêts pour l'acquisition de voitures qui représentait plus de 10% de son activité. Nous pouvons néanmoins estimer que la société a une capacité bénéficiaire certaine...

Analyses de société

VI. Conclusions

A notre cours d'achat de 1,30 USD, nous avons obtenu les marges de sécurité sur le titre QC Holdings suivantes :

50% sur la VANN

51% sur la VANE

28% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 3,90 USD) est de : **+200%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **89%**.

Ratio technologique = 0%

La société ne réalise aucune dépense de R&D.

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



La société est de taille modeste avec un flottant faible (12% du capital). Aussi, la famille Early détient la majorité du capital et possède 3 membres de sa famille au management : Don Early (le père et fondateur), Darrin Andersen (le fils) et Mary Early (la mère). Ils sont grassement payés, puisque sur l'exercice 2014, ils ont perçu à eux 3 seuls, 2,16 M USD de salaires. Ce qui est un montant rondet pour une entreprise qui a fait un bénéfice de 5,1 M USD sur le même exercice. L'actionnaire minoritaire n'est apparemment pas la priorité de la famille aux manettes.

Le deuxième point négatif peut être le fait que la société a connu un revers financier, puisqu'elle ne respecte plus ses covenants bancaires (ratios pour savoir si les banquiers vont continuer à prêter à la société). Le genre de signal que le marché déteste. Nous nous en soucions peu en réalité, car la société a la capacité de par ses cashflows opérationnels d'assurer son autofinancement. Par ailleurs, elle a su démontrer sa capacité à se passer des prêts de banques, elle s'est en effet désendettée de plus de 40 M USD sur les quatre dernières années. Aujourd'hui, son endettement bancaire à long terme est nul.

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

Un retournement économique massif imprévu qui empêcherait la majorité de ses clients à ne pas la rembourser.

Analyses de société

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

La solvabilité de 89% de la société lui assure, sauf événement majeur imprévisible de défaut de plus de la moitié de ses clients, une certaine solidité financière.

En fait, avec une marge de sécurité de 28% sur la Valeur de Mise en Liquidation Volontaire de 1,80 USD par action, nous permet d'envisager sereinement la pire des situations.

La valorisation boursière actuelle nous semble pessimiste puisqu'il faudrait que près de la moitié des emprunteurs à court terme de QC Holdings ne remboursent pas leurs dus pour expliquer son niveau.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés