

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 10</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 12</a>
Analyse de la société Snoozebox Holdings plc .....	<a href="#">page 22</a>
Analyse de la société CSP International Fashion Group .....	<a href="#">page 26</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 31</a>

# Edito



Une mine d'... emmerdes!

Il est toujours aisé de refaire l'histoire a posteriori. Au-delà de la futilité de l'exercice sur le rendement à venir du portefeuille, nous voulions comprendre si un point nous avait échappé sur le dossier Dundee Precious Metal. Nous nous demandons en effet depuis des mois, pour ne pas dire des années, pourquoi l'action de la minière la plus prometteuse selon nos ratios, un des producteurs aurifères les plus performants de la planète, n'a pas pu profiter de ses coûts d'extraction très faibles pour surperformer le marché et ceci même si les cours de l'or se sont maintenus relativement bas ces 2 dernières années.

En fait, nous constatons que nous avons peut être mal interprété la réaction du marché. Ce dernier a sanctionné le titre trimestre après trimestre, au rythme des publications financières de la « minière » que nous jugions toujours positives, car les coûts d'extraction étaient toujours extrêmement faibles. Et avec du recul, nous avons compris la méfiance du marché vis-à-vis du titre Dundee Precious Metal.

Là où votre équipe voyait un pure-player minier, nous nous sommes fourvoyés. En fait, en plus de détenir un actif très précieux en la mine low-cost de Chelopech en Bulgarie, la société possède d'autres valeurs cachées. La mine, qui a un coût de production inférieur à 500 USD l'once d'or depuis des années et une durée de vie estimée encore à plus de 10 ans avec une production annuelle moyenne de l'ordre de 130 000 onces, a pu délivrer des flux de trésorerie (ou cashflow pour les adeptes de l'anglicisme) importants au fil des ans, même avec un cours de l'or déprimé qui approchait les 1 000 USD l'once. Sur le seul exercice 2015, Chelopech a dégagé plus de 100 M USD d'EBITDA (= résultat opéra-

# Edito

tionnel avant dépréciations et amortissements des actifs). La question qu'il est légitime de se poser est « où sont donc partis ces cashflows ? ». Ce que le marché n'en peut plus de se demander !

Aucun dividende ou autre rachat d'actions n'ont rémunéré les actionnaires depuis notre premier achat le 14 octobre 2011. La piste n'est donc pas ici. Mais plutôt du côté de la Namibie, où la société a acquis en 2010, pour 50 M USD, une ancienne fonderie dénommée Tsumeb, construite dans les années 60 et qui traitait à l'origine uniquement du cuivre, du zinc et autres métaux. Au fil des ans, Dundee a dépensé plus de 350 M USD pour bâtir une des fonderies les plus modernes en terme de capacité de production (elle a été plus que doublée depuis 2010), de pollution et de diversité de traitement des minerais : or, argent, zinc, cuivre, ...

Cet investissement total de plus de 400 M USD a été réalisé sans lever de capitaux sur les marchés et en limitant l'endettement. Mais le marché semble sanctionner, à raison, plusieurs points :

- le fait que la fonderie Tsumeb entre dans le périmètre de Dundee Precious Metal et change le statut de la société de minière pure à un conglomerat industriel moins lisible ;
- une fonderie qui a accaparé la quasi-totalité des cashflow de la période 2011 - 2015 ;
- un EBITDA 2015 pour Tsumeb marginal, à moins de 10 M USD ;
- quid de la Namibie en terme de respect du droit de propriété ?

Face à cela, le management répond qu'il a construit un actif de premier ordre mondial qui permettrait aujourd'hui de générer des flux de trésorerie complètement indépendants du cours des métaux précieux, puisque les besoins de traitement ainsi que les marges d'une fonderie sont décorrélés des cours de l'or. Un argument que nous entendons, mais qui ne s'est pas encore aujourd'hui matérialisé dans les faits. Sur 2015, suite à un arrêt technique de plusieurs mois, la fonderie n'a pas pu fonctionner à plein régime et a généré une marge d'EBITDA de 8,7 M USD en fort retrait par rapport à 2014. Exercice pendant lequel, la fonderie avait généré un EBITDA de 18,3 M USD.

Les points positifs sont au moins au nombre de deux. Tout d'abord, les investissements lourds concernant Tsumeb sont finis. En effet, selon une présentation datée du début du mois de février 2016, le management précise qu'il reste pour cette année la somme de 4 M USD à investir, sur la somme totale de 350 M USD prévue. Dès lors, les flux de trésorerie vont pouvoir être alloués vers un autre objectif... comme un dividende ? Et enfin peut être permettre au marché de mieux apprécier la valeur de l'ensemble « mines + fonderie ». Le second point, ce serait une traduction réelle de ce très (trop ?) lourd investissement de

# Edito

400 M USD dans le compte de résultat. Une amélioration significative de l'EBITDA de la fonderie Tsumeb permettrait de dépasser l'effet ciseau négatif (période 2011 - 2015) : absorption des flux de trésorerie + très faible flux de trésorerie générés, vers un effet de levier fructueux (période 2016 - ?) : fin des investissements lourds + génération importante de trésorerie.

Si en plus de cela, les cours de l'or repartent, les bonnes étoiles seraient alignées. Mais tout reste aujourd'hui à prouver. La méfiance du marché sur l'allocation des capitaux est légitime et nous partageons l'avis que sans au moins une bonne nouvelle parmi : 1) la réduction des investissements (= Capex) lourds, 2) une génération de trésorerie importante de Tsumeb et/ou encore 3) un rebond significatif et durable des cours de l'or, le titre peut encore rester quelque temps malmené.

Ce que nous retenons, c'est que le marché considère Tsumeb comme sans valeur. Puisqu'à un cours actuel de 1,17 CAD l'action, Dundee Precious Metal est valorisée 165 M CAD, soit environ 120 M USD. Or, la fonderie a coûté plus de 400 M USD (acquisition + investissements) et l'endettement net financier de la société étant de 120 M USD, il serait légitime de considérer que la seule fonderie mériterait une valorisation minimale de  $400 - 120 = 280$  M USD (l'équivalent de 2,6 CAD par action)... une fois les incertitudes indiquées plus haut levées.

En attendant, on peut estimer qu'au prix boursier actuel, le marché nous offre soit tous les actifs miniers, soit la fonderie. Ce qui évidemment, n'est pas pour nous déplaire.

Vous retrouverez dans « les news » [[linker vers Dundee](#)] notre mise à jour de la valeur avec les résultats 2015.

## Compte-rendu mensuel

En début de mois, la baisse entamée en janvier s'est poursuivie et le cours de l'or s'est fortement réveillé entraînant cette fois avec lui toutes nos minières, sauf Dundee Precious Metal, la mine aux coûts d'extraction les moins chers du monde. Ce surplace du cours nous a une nouvelle fois interpellé et nous avons donc décidé d'ouvrir à nouveau le dossier pour essayer de comprendre ce qui pouvait l'être en le réexaminant de A à Z. Ce que vous venez de lire ci-dessus nous a rendu plus « légers », mais comprendre ce qu'il se passe ne signifie pas forcément avoir raison sur cet investissement. Car avoir raison c'est constater une plus value sur son investissement après la vente. Et force est de constater que nous en sommes encore loin.

Vers la mi-février, le cours du brut est reparti à la hausse. Le cours est passé de 27\$ à 34\$, un bond de 25% qui semble avoir inversé pour le moment la chute des marchés. Malgré ce bond de 25%, nos para-pétrolières sont restées au plancher, voire ont reperdu quelques plumes sur le mois, en passant par des

# Edito

phases de volatilité importantes.

## Mouvements mensuels

Le 2 février, nous renforçons **Civeo** sur l'annonce d'un nouveau contrat (nous vous en parlions dans les news de la lettre précédente). Dans un marché extrêmement difficile, le fait de décrocher un nouveau contrat nous est apparu comme un gage de sérieux et de compétence de la direction, qui ne s'est pas contentée d'observer la situation, mais a agit en réorientant l'activité au Canada et en a récolté rapidement les fruits, plus rapidement que nous le pensions, en tout cas.

Le 4 février, après 508 jours, la vente de **Skyline** qui avait atteint sa valeur d'actif net tangible, nous a procuré 85.65% de plus value en euros. Le film, en accéléré : Skyline est une société qui fabrique de l'immobilier léger (préfabriqué, modulaire, ... chalets pour camping) et qui possède aussi un segment caravanes qui perd pas mal d'argent (en tout ça assez pour annuler ce que les autres segments rapportent). Le fondateur et directeur de la société, Arthur Decio, est âgé de 85 ans. Avouons que jusque là ce n'est pas très emballant. Mais la société qui existe depuis 1951 possède de beaux actifs immobiliers bien amortis au bilan. Hormis pour un chasseur d'actifs rapidement comblé par un maximum de collatéral, avouons que cela ne change pas grand chose au côté peu attrayant de cet investissement.

Un mois à peine après notre achat, le cours décolle sur une offre de rachat. Mais papy Arthur ne se laisse pas impressionner et n'est pas décidé à larguer sa société à vil prix, mais seulement le maillon faible, à savoir son segment caravanes. Cela nous a semblé cohérent, même si nous aurions préféré que le prix proposé soit supérieur à la VANT et soit accepté par Arthur Decio, pour sortir gagnants au plus vite. Mais cela ne s'est pas passé comme cela. Le segment caravanes a été vendu à perte à la société Evergreen, et a pesé négativement sur les bilans suivants au point que le cours a redégringolé autour de notre prix d'achat 1 an plus tard. Mais au final, quand fin novembre 2015, le bilan du premier semestre de l'année comptable tombe, la victoire est totale pour le fondateur de la société. Il a largué son maillon faible et en se concentrant sur les 3 segments restants, la société est parvenue à générer à nouveau des profits. Tilt, game over... pour nous.

Le 10 février nous renforçons **Signaux Girod** à un cours de 11.90€, soit plus de 50% sous le prix de notre premier achat de 23.11€. Nous illustrons une nouvelle fois le peu d'importance que nous donnons au proverbe financier : « on ne rattrape pas un couteau qui tombe » d'autant plus quand la société cote à 22% de la valeur de ses actifs tangibles, qu'elle possède 46.11€ d'actifs immobiliers aux coûts d'acquisition et, cerise sur le gâteau, qu'elle dégage toujours une Ebitda positif. Même si rien n'est jamais certain, rattraper un tel couteau à un si gros prix d'ami, ne nous pose toujours pas le moindre problème.

# Edito

Le 23 février c'est l'assommoir revisité, grandeur et décadence, d'une société allemande dont les majoritaires décident de spolier les minoritaires en annonçant un délisting sans raison valable. En quelques secondes, nous perdons 4000€ ou un peu plus de 1% du portefeuille. Comme nous n'aimons pas cumuler les risques en rajoutant celui de la non publication et / ou de faible liquidité à celui inhérent à toute société cotant sous ses fonds propres, nous actons une perte de -24.50% sur la société **Matica Technologies**. Après QC Holding le mois passé, nous courbons une nouvelle fois l'échine, pas de gaieté de coeur, mais plutôt en grinçant les dents.

Nous comprenons toutefois à 200% la prise de risque de certains de nos abonnés qui ont gardé ou même renforcé Matica, car les derniers résultats disponibles n'ont jamais été aussi bons. Nous leurs souhaitons la meilleure plus-value possible.

## Les tops et les flops, focus performance du mois de février 2016

### Top 3

- 1° Net Net : LeapFrog Entreprises Inc = +61.65%
- 2° Diversification Value : Argonaut Gold = +53.27%
- 3° Diversification Value : Alamos Gold = +41.05%

### Flop 3

- 1° Net Estate : SunLink Health System = - 45.71%
- 2° Diversification Value : Elephant Capital Plc = -25.21%
- 3° Net Estate : Allied Health Care Products = -20.88%

## Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 7 années pleines, de 2009 à 2015, le portefeuille du club a dégagé +2% de performance moyenne sur les mois de février. La performance de février 2016 du portefeuille étant de -1.11%, elle est donc sous la moyenne.

Si l'on tient compte des achats et des ventes (Achats - Ventes) de ce mois, nous avons un solde négatif de -4 506.01 €, avec 2 achats et 2 ventes. Sur l'année 2016, nous avons acheté pour la somme de 24 277.79 € et effectué des ventes pour 13 085.25 €. Le solde achats - ventes est donc positif de + 11 192.54 €. Nos liquidités ont donc augmenté ce mois-ci et pèsent au 29 février 16.34% du portefeuille.

Voici à présent le suivi par catégorie sur l'année 2016, et en ce mois de février :

- 1° RAPP = +3.38% (sur le mois = +3.55%)
- 2° Diversification Value = -1.17% (sur le mois = +6.61%)
- 3° Net Estate = -2.55% (sur le mois = +2.05%)

# Edito

4° Net Net = -6.60% (sur le mois = -3.36%)

Si le mois passé la résistance à la baisse des RAPP avait été vraiment surprenante, le fait qu'en ce mois de février cette catégorie sorte déjà la tête de l'eau sur le rebond et signe donc une performance positive sur l'année 2016, est quand même étonnant. La Diversification Value avec son moteur or semble se mettre enfin en branle et signe la meilleure performance mensuelle. Les net-nets toujours hors sol, ne profitent pas du tout du rebond et le délistement de Matica n'a vraiment rien arrangé.

## 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.

Février 2016...

... c'est le mois de Vet' Affaires sur laquelle nous avons réalisé une « vèvet affaire » c'est à dire une bonne affaire, ainsi qu'une mauvaise affaire à 4 ans d'intervalle. Avec l'aide d'un investisseur abonné à notre lettre, nous revenons dans une réflexion en deux épisodes et sous forme de devinette, sur la difficulté d'investir dans une Daubasse. Tenter de toujours essayer de mieux expliquer qu'il y a systématiquement au moins une bonne raison de ne pas investir dans une daubasse, souvent même plusieurs. Revenir sur l'importance de la diversification par l'exemple. Tenter d'éclairer le hasard avec lequel il faut composer et que bon nombre d'investisseurs refusent toujours et encore d'admettre, en mettant en avant leur capacité hors du commun d'analyse, alors qu'une société c'est bien plus que cela. Nous vous présentons aussi la seconde analyse que nous avons réaliser, pour que le tableau soit complet.

Dans l'ordre de publication du mois:

[Lire l'article.](#)

[Lire l'article.](#)

[Lire l'article.](#)

Et pour ceux qui voudraient avoir une vision complète du sujet la première analyse du 10 juin 2010 qui nous a aussi servi à détailler ce que nous analysons d'une société dite « Daubasse ».

[Lire l'article.](#)

# Edito

## La rubrique culturelle

Une idée qui fait son chemin et que l'on entend de plus en plus souvent...

[La Suisse envisage de donner 2.300 euros par mois à tous ses citoyens.](#)

Mines d'or et sites archéologiques, la « Montagne Rouge » tutoie les nuages de Transylvanie....

[La Roumanie veut faire inscrire ses mines à l'Unesco.](#)

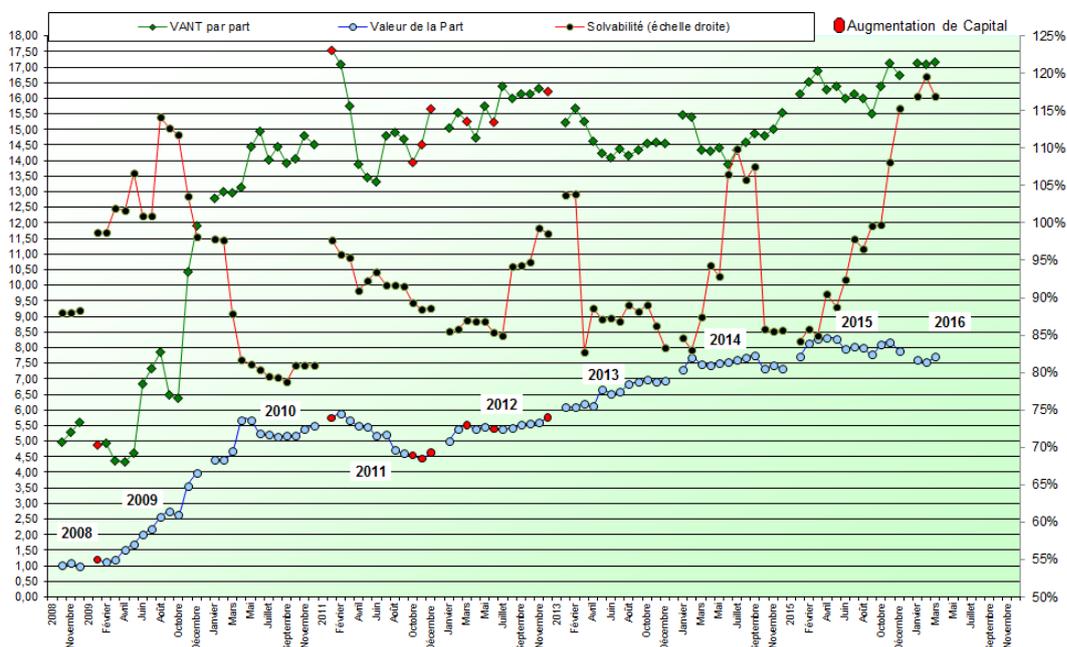
L'équipe des Daubasses



# Portefeuille

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
4 mars 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	17,57 €
Potentiel	123,03%
Solvabilité pondérée	116,95%
3,33% Pondération Max	11.186,48 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	39,59%
Dollar Américain	39,69%
Livre Sterling	14,77%
Dollar Canadien	5,18%
Courone Suédoise	1,08%
Franc Suisse	0,00%
Variation des devises Yield	-0,82%
Nombre de société vendue	121
Gain Moyen	1.723,61 €
Perte Moyenne	- 367,63 €
Société en Gain	82
Société en Perte	36
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,69





## News de nos sociétés



### **Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL**

Lors de la publication des résultats 2015 du conglomérat « pêche et pétrole », nous apprenons la bonne tenue de ses principales participations malgré le contexte peu favorable aux énergies fossiles. Un dividende intéressant de 10 NOK sera payé, ce qui représente plus de 6 % de rendement. Nous apprenons aussi qu'une partie des immeubles acquis lors du rachat de Akastor a été revendue, avec une légère plus-value, à l'actionnaire majoritaire et CEO de Aker. Cette vente permet de maintenir un matelas de trésorerie qui permettra de profiter des opportunités que le marché actuel fait apparaître.

### **Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI**

Avec les résultats du deuxième trimestre arrêtés au 31 décembre 2015 (pour rappel les comptes annuels se clôturent au 30 juin), la société poursuit sur le même chemin de la destruction de valeur. L'activité est en très légère baisse. Si le business aux USA est en croissance de +1,1%, il est en forte décélération à l'internationale puisqu'il chute de 25,0% sur le seul deuxième trimestre. C'est désormais la faute à l'Amérique du Sud qui devient compétitivement plus forte à cause des dévaluations de ses monnaies. Le trimestre se clôt par une perte de 0,7 M USD.

Notre objectif de cours est la valeur net-estate, puisqu'elle est supérieure à la VANT, en baisse de -4% sur le trimestre à 2,64 USD. Le ratio net-estate ressort à 0,27. La solvabilité est toujours très bonne à 86%, du fait notamment d'un endettement nul. Le titre perd -40% en 3 mois. La défiance du marché semble donc maximale envers notre société active dans les services et produits hospitaliers.

### **American Public Education (USA) Ticker : APEI**

Comme prévu, les résultats de l'exercice 2015 sont en léger retrait par rapport à l'année 2014. Le chiffre d'affaires est en baisse de 6,3 % et le bénéfice par action passe de 2,33 USD à 1,93 USD. Notre cours-cible est ramené à 46,03 USD.

### **Bell AG (Suisse) Ticker : BELL.SW**

Malgré des résultats 2015 excellents, notre belle RAPP suisse a quitté notre portefeuille le 1er mars car le marché surévaluait quelque peu la rentabilité de la société, selon notre formule interne dédiée aux RAPPs. Une bien triste nouvelle

## News de nos sociétés

qui s'accompagne d'une plus-value de l'ordre de +80% en 1 an et 2 mois. Il s'agit de notre première vente de RAPP au sein du portefeuille.

### **BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V**

La direction a annoncé vouloir cesser ses activités. Notamment, les covenants bancaires ne sont plus respectés. Manifestement, la société n'a pas pu gérer correctement le virage des DVD classiques vers les téléchargements numériques. Il ne nous reste donc plus qu'à attendre, en espérant que la fin se déroulera au mieux pour toutes les parties, en ce compris les actionnaires minoritaires.

### **Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL**

La société souffre de la crise pétrolière mais aussi de la hausse de l'USD comme en atteste le rapport financier 2015 avec une perte consolidée par action de 16,5 NOK, malgré des ventes et un Ebitda assez stable.

Mais LA nouvelle du moment réside dans l'intention de fusionner Bonheur avec sa filiale Ganger Rolf. Cette fusion est issue du bon sens même : les sociétés détiennent une participation croisée l'une dans l'autre mais aussi... sont actionnaires dans pratiquement exactement les mêmes entreprises.

Les actionnaires de Ganger Rolf recevront 0,8174 actions Bonheur par action Ganger Rolf qu'ils détiennent, ce qui correspond +/- à la parité des capitalisations boursières des deux sociétés. Vu que Bonheur était légèrement plus décotée que Ganger Rolf, nous risquons donc de perdre un peu de valeur au passage mais l'augmentation de la liquidité du titre et surtout la simplification de la structure devrait permettre à la "vraie valeur" de mieux apparaître et constituer peut-être un bon catalyseur pour une réduction générale de cette fameuse décote.

### **CDI Corp (USA) Ticker : CDI**

Quelques jours après notre achat, la société ne nous a pas déçu puisqu'elle a annoncé l'arrêt du dividende au profit d'un rachat d'actions pour un montant total maximal de 20 M USD. Au vu de la décote actuelle du titre, nous estimons qu'un rachat de titres dans le but de les annuler est l'un des meilleurs moyens de créer de la valeur pour l'actionnaire. Et ceci avec une efficacité fiscale bien meilleure que par le dividende.

Un plan de restructuration en cours a coûté 3,6 M USD sur le T4. Il en résultera encore environ 0,6 M USD de charges sur l'exercice 2016. Ces dépenses sont relatives à des départs du personnel, des ruptures de contrat et des paiements de leasing. Avec en plus une activité au T4 qui est en baisse de 11,3% comparativement à 2014 à 236,6 M USD, les résultats accusent le coup. Ils sont en perte de 17,1 M USD, notamment du fait du ralentissement de l'activité et du plan de restructuration. L'EBITDa reste tout juste positif à 0,4 M USD.

Au niveau opérationnel, l'entreprise a acquis la société EdgeRock Technology spécialisée dans le personnel hautement qualifiée IT.

Tout cela pèse bien entendu sur le bilan. Au niveau de la valeur patrimoniale, la VANT est en forte baisse à 7,70 USD par action. La solvabilité reste bonne à 69%.

## News de nos sociétés

### **Civeo Corp (USA) Ticker : CVEO**

Le rapport annuel de la société clôturé au 31 décembre est plutôt rassurant. La valeur patrimoniale de la société est en très légère progression à 7.91\$. La restructuration de la société et la domiciliation de son siège social au Canada, a généré certaines contraintes dont le remboursement de ses crédits revolving et de ses emprunts long terme auprès des banques US. Ces remboursements ont aspiré les cash-flows annuels mais aussi l'entièreté du cash. D'autres crédits revolving et des emprunts long terme vont être contractés au Canada.

Même si le cash-flow opérationnel a diminué de 36%, il nous semble plus que suffisant pour permettre à la société de poursuivre son activité, sans oublier le fait qu'il faut ajouter à cela le dernier contrat, qui n'apparaît pas dans ce bilan. Au niveau compte de résultats, les revenus ont fondu de 45%, mais le coût des produits et des services a lui aussi reculé de 40%. Au final, la société signe une perte de -1.24\$ au lieu d'une perte de -1.77\$ en 2014.

Rassurant côté délisting également puisque la société a reçu un avis de délistement de la part du NYSE, cotant depuis plus de 30 jours sous 1\$. Le CEO Bradley J. Dodson a immédiatement réagi en annonçant qu'il ferait tout pour permettre au cours de repasser la barre des 1\$ et que s'il n'y parvenait pas, il proposerait un reverse split aux actionnaires lors de l'assemblée général du mois de mai.

### **Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL**

Après ses achats d'actions de fin 2015 et début 2016, Richard Pui Hon Lau (CEO de la société) détient désormais 33.10% des actions. Ce qui correspond à 5 384 981 actions.

C'est toujours un signe positif de savoir que la direction est impliquée financièrement dans la société qu'elle dirige. Mais nous ne nous emballons pas outre mesure malgré tout, car nous préférons comme à notre habitude, les faits traduits en chiffres dans le bilan.

### **Dillard's (USA) Ticker : DDS**

Notre RAPP américaine est en forme puisqu'elle progresse de plus de 20% sur le mois de février. La société semble être portée par sa faible valorisation eu égard à sa rentabilité et peut être aussi l'annonce d'un nouveau programme de rachats d'action de 500 M USD, puisque l'ancien programme de 500 M USD a été totalement utilisé en décembre 2015. Nous l'avions quelque peu anticipé dans notre analyse, étant donné que la croissance semble plutôt derrière que devant et Dillard's réalloue ses flux de cash en les retournant à ses actionnaires. Son implantation américaine semble en effet mature aujourd'hui.

Nous ne pouvons pas encore faire tourner notre moulinette pour actualiser notre objectif de cours, car nous n'avons pas encore la totalité des comptes de résultats (notamment le bilan détaillé). Néanmoins, nous constatons dès à présent que les résultats sont en forte baisse, mais le rachat de titres sur le marché et leurs annulations compense cette déconvenue.

### **Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO**

Notre conglomérat miniers et fonderie a sorti des résultats 2015 relativement décevants. Malgré la bonne performance de la mine bulgare Chelopech,

## News de nos sociétés

comme nous l'évoquions dans l'édito, l'exercice se solde par une perte nette consolidée de -48 M USD. Certes ces pertes sont à nuancer, car l'EBITDA 2015 atteint tout de même 88,1 M USD. Les pertes s'expliquent principalement par :

1/ une dépréciation d'actif de 42,8 M USD sur la valeur de la mine Kapan (après une dépréciation de 71,4 M USD en 2014 sur la même mine) du fait du marché des cours de l'or qui se maintient à des niveaux très bas et qui réduisent potentiellement fortement la profitabilité future de la mine arménienne ;

2/ une contribution de la fonderie Tsumeb d'EBITDA de 8,6 M USD en retrait par rapport à 2014 (18,5 M USD);

3/ des cours de l'or qui ont été encore en moyenne, sur l'exercice 2015, 8% moins élevés que sur l'exercice 2014. Ce qui impacte directement la marge à production constante ;

4/ une production d'or en baisse de -2,7% à 130 599 onces.

Par ailleurs notre objectif de cours est coupé à la serpe puisqu'il atteint désormais 2,6868 CAD par action contre 7,26 CAD précédemment (nous rappelons que cet objectif de cours illustre uniquement le potentiel aurifère, et nullement celui lié à la fonderie Tsumeb). Cette forte baisse s'explique essentiellement par la hausse des coûts de production d'or qui passe du 3ème trimestre de 234 USD l'once à 485 USD sur le 4ème trimestre, ainsi que la forte baisse des cours de l'or sur une période récente, sur laquelle nous prenons une marge supplémentaire de 30%. En fait, les coûts d'extraction trimestriels du T3 2015 étaient anormalement faibles du fait de plusieurs facteurs positifs favorables comme nous l'expliquions dans notre lettre de novembre 2015, notamment des concentrations en or dans le minerai très élevées. Nous retiendrons pour les valorisations trimestrielles à venir un montant minimal pour les coût d'extraction plancher à 485 USD l'once pour lisser les effets cycliques et éviter des cours cibles trop optimistes.

En ce qui concerne les prévisions 2016, le management s'attend à une production d'or comprises entre 119 000 et 139 000 onces pour un coût moyen de l'once compris entre 600 et 835 USD. Soit un niveau en ligne avec les productions de 2014 et 2015 ont atteint respectivement 134 220 et 130 599 onces d'or. Pas de prévisions de résultats pour la fonderie Tsumeb.

Nous apprenons en dernière minute la vente de la mine arménienne Kapan. Du côté négatif, c'est une production annuelle comprise entre 24 000 et 31 000 onces d'or. Du côté des points positifs : l'encaissement de 10 M USD + 15 M USD en actions Polymetal (l'acheteur de la mine), ce qui va renforcer la solidité financière de l'entreprise. Par ailleurs, les coûts de production n'étaient pas forcément low-cost, puisqu'ils étaient attendus pour 2016 dans la fourchette 735 - 1 175 USD l'once d'or (bien loin des 560 -760 USD l'once pour Chelopech). Enfin, ce sont aussi des économies en investissements, puisqu'il était prévu d'investir pour cette mine en 2016 entre 13 et 19 M USD. La cerise sur le gâteau

## News de nos sociétés

de ce deal, c'est que Dundee Precious Metal va continuer de recevoir 2% de redevance sur les productions de la mine, avec un plafond à 25 M USD. Pour rappel, cette mine a généré un EBITDA de 5 M USD en 2015.

### **Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L**

La société a cédé ses deux derniers bureaux dans l'immeuble Nils Passaj situés à Istanbul pour une valeur de 500 000 USD, en ligne avec les évaluations financières du dernier rapport financier.

### **Elephant Capital (UK) Ticker : ECAP.L**

Nous prenons enfin connaissance des résultats annuels arrêtés au 31 août 2015. L'actif net (NAV, pour Net Asset Value) par action est stable à 36 pences (0,36 GBP). La décote sur la NAV atteint 68%. Quasiment tous les actifs ont été cédés conformément à ce que le management avaient annoncés. Il ne subsiste que 3 investissements. Ainsi pour économiser les coûts de cotation et le salaire du Président du Board (soit 0,1 M GBP au total) au vue de la valeur de la société (1,64 M GBP au cours de 11,50 pences). Le délistement devrait être voté lors de l'Assemblée Générale du 1er avril. La société prévient qu'elle continuera de publier un rapport annuel, qui sera disponible sur son site internet. Le dernier de cotation devrait être le 8 avril 2016.

Comme nous vous l'avons communiqué par mail, nous avons cédé l'intégralité de nos titres le 1er mars.

### **Emerson Radio (USA) Ticker : MSN**

Le bilan du troisième trimestre (clôturé au 31 décembre 2015) est plutôt rassurant. La valeur patrimoniale est stable à 2.08\$. Et dans le compte de résultat, on voit bien entendu que le chiffre d'affaires est en recul de -41%, mais que le coût des produits est aussi en recul de -48%. Ceci couplé à des frais fixes en recul de 8%, fait que la perte sur les 9 premiers mois de l'année est de -0.02\$ par action au lieu d'un profit de +0.13\$ par action un an plus tôt sur la même période.

Notre seul soucis après la perte de la licence Funai était de voir quels seraient les dégâts causés sur la valeur patrimoniale. Et nous pouvons dire sans nous tromper qu'il sont minimes à ce stade. En plus, 79% des actifs courants de la société sont composés de liquidités et de placements court terme qui représentent 1.76\$ par actions. L'endettement total de la société représente 0.12\$ par action. Nous avons donc le sentiment d'être en face d'une triple net plutôt solide, qui a tout le temps devant elle pour relancer sa gamme de produits.

Seule ombre au tableau, le cours de la société sous 1\$ depuis le début de février. Bien sûr, depuis novembre 2015 le cours est passé sous les 1\$, puis au-dessus. Après nos derniers déboires sur les délistings, nous devons souligner qu'à ce cours la société est passible d'une menace de délisting si d'ici deux mois le cours n'est pas remonté au dessus de 1\$. Elle aura ensuite 6 mois pour refaire passer son cours au-dessus de 1\$. Nous en sommes donc encore assez loin.

### **Encre Dubuit (France) Ticker : DBT.PA**

Toujours aussi chaotique !

## News de nos sociétés

Du côté des bonnes nouvelles, un communiqué annonce les choses suivantes. Le chiffre d'affaires du premier trimestre (clôturé au 31 décembre 2015) est en hausse de 1.4%. Aussi bien en France qu'en Europe, le chiffre d'affaires a progressé de 8%, en Asie de 5.70% et en Afrique et au moyen Orient de +242%. Seule l'Amérique du Nord est en recul de -65%, du fait de la vente exceptionnelle d'une machine d'impression voici un an au même trimestre. En dehors de cet élément exceptionnel, le chiffre d'affaires aurait été stable en Amérique du Nord. L'année passée, les doutes étaient importants sur le fait que sans cette vente exceptionnelle le chiffre d'affaires avait de grandes chances de replonger en 2015/2016. Nous observons avec grand plaisir qu'il n'en est rien.

L'affaire brésilienne est toujours en attente des actes officiels de transfert de propriété qui doivent être délivrés par les autorités brésiliennes et d'une expertise des deux ensembles immobiliers. Pfffffffff... Quand est-ce que le Carnaval prend fin ?

A cause de cette affaire brésilienne qui a un mal fou à se clôturer, la direction annonce une nouvelle fois que le rapport annuel de l'année 2014/2015 sera retardé, ainsi que l'assemblée générale. Comme l'avait été le rapport annuel 2013/2014 et l'assemblée générale.

Nous y sommes habitués, mais heureusement quand même qu'en filigrane on voit que les affaires se poursuivent de manière positive.

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

Une assemblée générale extraordinaire aura lieu le 17 mars à 10h30 (heure de Hong Kong), pour examiner la proposition de rachat du directeur actuel de la société, et ensuite pour voter pour ou contre.

Si la fusion est approuvée (ce que nous pensons à ce stade), il est déjà annoncé que la société ne sera plus cotée sur le Nasdaq car elle deviendra une société privée.

### **Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF**

Notre société spécialisée dans l'immobilier (principalement à Hong Kong) via des immeubles de bureaux, des centres commerciaux et des hôtels, a publié ses résultats. L'activité 2015 est en hausse de +1,7% à 8,3 Md HKD par rapport à l'exercice 2014. Mais surtout, le bénéfice augmente fortement à 3,3 Md HKD vs. 2,1 HKD en 2014. Cette hausse impressionnante est surtout le résultat d'une revalorisation d'actifs de +3 Md HKD, car le résultat opérationnel est en fait en retrait de -4,9% à 2,9 Md HKD. Néanmoins pour montrer sa confiance en l'avenir ainsi que la solidité de sa structure financière, en plus du maintien du dividende comme en 2014 (soit 0,27 + 0,47 HKD par action), le management va proposer un dividende spécial d'un montant de 2 HKD. Ainsi, le dividende total au titre de l'exercice 2015 sera de 2,74 HKD, ce qui représente plus de 10% de rendement par rapport au cours au moment de l'annonce. Espérons que cette bonne nouvelle va remettre le titre sur le devant de la scène et rappeler au marché sa valorisation excessivement basse.

La société nous fournit sa valeur d'actif nette par action. Selon qu'on prenne la valeur de marché (en valorisation de marché des filiales Champions REIT, LHI et

## News de nos sociétés

du fonds US) la valeur par action ressort à 91,1 HKD, ou encore 11,72 USD par action, ou bien selon le principe comptable (qui reprend toutes les dettes des filiales en consolidé) à 79,7 HKD ou encore 10,26 USD par action. La vérité doit se trouver entre ces deux valeurs. Quoiqu'il en soit, l'ADR qui cote actuellement à 2,80 USD est bien loin de ces niveaux. Surtout que le dividende de 2,74 HKD représente 0,353 USD par action, soit un rendement actuel du dividende de plus de 12% de l'ADR.

### **Holland Colours NV (Pays-Bas) Ticker : HOLCO.AS**

Notre fabricant de couleurs hollandais préféré a publié un « point-route » du troisième trimestre arrêté au 31 décembre 2015. Pas de comptes de résultats, ni de bilans. Nous avons seulement quelques données opérationnelles. L'activité croît de 9% sur ce trimestre, dont 7% sont expliqués par des effets devises favorables. L'exercice 2015/2016, qui se terminera le 31 mars 2016, est attendu avec des résultats supérieurs à ceux de 2015. Le rendez-vous est donc pris pour le 26 mai.

### **Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V**

Jemtec a remporté un contrat de surveillance de 3 ans avec l'Etat de Nouvelle Ecosse de 3 ans, avec une option de 2 extensions pour 2 ans. Le contrat de 3 ans est valorisé 936 000 CAD.

### **LeapFrog Enterprises (USA) Ticker : LF**

Le 3ème trimestre clôturé au 31 décembre ne donne aucun signe d'amélioration, la valeur patrimoniale de la société continuant à se détériorer. La VANT passe de 2.02\$ à 1.45\$. Sur le seul troisième trimestre, les ventes ont subi un nouveau recul de 43% par rapport à 2014. La perte finale du trimestre est de -0.62\$ alors que hors provisions des taxes sur le profit, la perte de 2014 était de -0.52\$.

Un bon bilan, voire un bilan mettant en évidence des signes d'améliorations aurait été un argument pour négocier à la hausse l'offre de 1\$ de Vtech. Par contre cette hémorragie financière donne au contraire de la légitimité à l'offre des Chinois de Hong Kong, même avec 0.74\$ de cash dans les caisses de Leapfrog.....!

A part cela, pas de nouvelle sur l'offre, sinon une avalanche d'actions en justice menées pas des cabinets d'avocats pour tenter d'expliquer que l'offre de Vtech n'est pas suffisante. Ou vont-ils trouver les arguments? C'est la question que votre équipe préférée se pose...

### **Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L**

Fidèle à elle-même, la société rachète des titres sur le marché. Cette fois, ce sont seulement 12 500 titres qui ont été rachetés à 37 pences (notre dernière estimation de VANT était de 48,87 pences). La société détient 13,0% de son propre capital.

# News de nos sociétés

## **Lumber Liquidators (USA) Ticker : LL**

Le rapport financier 2015 nous présente une perte plutôt en ligne avec nos attentes. Elle se monte à 2,08 USD par action dont à peu près la moitié constituée de réductions de valeur sur le stock et quelques actifs fixes. Les ventes à périmètre comparable sont en baisse de 17 %. Mais la vraie mauvaise nouvelle, selon nous, c'est qu'une étude affirme que les risques de cancer liés aux parquets chinois sont bien plus élevés qu'envisagés précédemment.

## **Matica Technologies (Allemagne) Ticker : MT3.F**

Suite au communiqué de la société de sa volonté de se faire délistier, nous avons décidé de vendre toute notre position. C'est une nouvelle étonnante car les résultats sont au plus haut historique et l'arrivée récente d'un directeur de la relation avec les investisseurs pour fluidifier l'information financière. Cependant, face au risque de se trouver « collé » avec un titre illiquide et potentiellement une disparition de l'information financière, notre jugement a été tranché : nous ne souhaitons pas avoir des sous investis avec des managements qui se moquent du petit porteur.

## **Norcon (UK) Ticker : NCON.L**

Dans un « trading update », la direction nous annonce que l'année 2015 se termine avec un niveau de ventes stables mais, ce qui est bien plus important, elle nous dit que l'année sera présentée en boni. Voilà une excellente nouvelle et confirme ce que nous pressentons depuis longtemps, à savoir que la direction a parfaitement travaillé à la reconversion de l'entreprise et la diversification de sa clientèle. Nous apprenons aussi que le président exécutif a acquis en bourse pour 1 % du capital.

## **Profire Energy Inc (USA) Ticker : PFIE**

Le bilan du troisième trimestre clôturé au 31 décembre 2015 est disponible. Sur 9 mois, le chiffre d'affaires est en recul de 47%. Les coûts sont également en recul, de 39%. Le résultat final nous montre un profit de +0.02\$ par action alors que sur les premier mois de 2014 le profit était de 0.12\$ par action. La direction semble confiante en l'avenir, mais ne s'est pas encore exprimée sur la menace de délistement dont l'échéance a été fixée au 22 août 2016.

## **Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN**

Le rapport annuel de la société clôturé au 31 décembre 2015, n'est pas brillant. La VANT passe de 4.75\$ à 4.28\$. Les revenus ont baissé de près de 50% et le coût des produits est le double de celui des revenus. La perte est de -2.98\$ par action au lieu de -1.70\$ par action en 2014.

Que raconte Bill Weismann, le PDG de Rubicon ? Tout d'abord que l'offre de saphir est toujours excédentaire à la demande. Et nous pouvons le croire pratiquement sur parole vu les résultats annuels. Et ensuite, il nous dit que son équipe est occupée à collaborer avec des développeurs d'applications où sont intégrés les saphir produits par sa société. Il nous dit enfin que le développement des produits optiques va se poursuivre, et que deux produits devraient être lancés sur le marché dans le courant de l'année 2016. Et là nous disons que

# News de nos sociétés

la musique est belle mais qu'il est grand temps que ces deux produits soient effectivement lancés courant 2016 et surtout qu'ils rencontrent un succès certain, car la belle trésorerie de la société est en train de fondre comme une glace vanille/rhum/raisin exposée à un rude soleil californien.

## **Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA**

Un des administrateurs, Eric Pichet, a acquis 500 titres sur le marché en 2 opérations, à un cours compris entre 12,16 euros et 12,46 euros.

Nous avons omis de le noter lors des news du mois précédent : la société proposera à l'Assemblée Générale de ne pas distribuer de dividende pour l'exercice passé.

Enfin, sur le premier trimestre de l'exercice, l'activité est stable. Si le périmètre Signalisation France accuse un recul de -5,2% de son activité, l'international tire l'activité du Groupe par le haut avec un business en hausse de +15,0%, tout comme les sociétés spécialisées qui croissent de +15,0%.

## **Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI**

Après la publication du rapport financier et de l'état des réserves et ressources, nous avons actualisé notre juste valeur pour la "minière or et argent". Celle-ci s'est pris la baisse continue des cours de l'argent de ces dernières années en pleine face puisque nous établissons sa juste valeur à 2,67 CAD. Celle-ci se situant significativement sous le cours actuel, nous avons vendu nos actions conformément à l'annonce que nous vous avons fait par mail.

## **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

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

- 50.20 % d'actions
- 28.80 % d'obligations
- 21.00 % de liquidités ou placements court terme

- Au 31 Janvier 2016, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

- 51.70% d'actions
- 28.70% d'obligations
- 19.60% de liquidités ou placements court terme

Il n'y a pas grand changement dans la répartition. Nous notons toutefois que le fonds a bien résisté lors de la chute des marchés.

## **SunLink Health System (USA) Ticker : SSY**

Le second trimestre clôturé au 31 décembre a été difficile pour la société Sunlink qui a vu sa VANT reculer à 2.05\$. Le chiffre d'affaires a reculé de 11% et la société enregistre une perte nette de -1.14 \$ comparée à un gain de +0.09 \$ sur les 6 premiers mois de 2014.

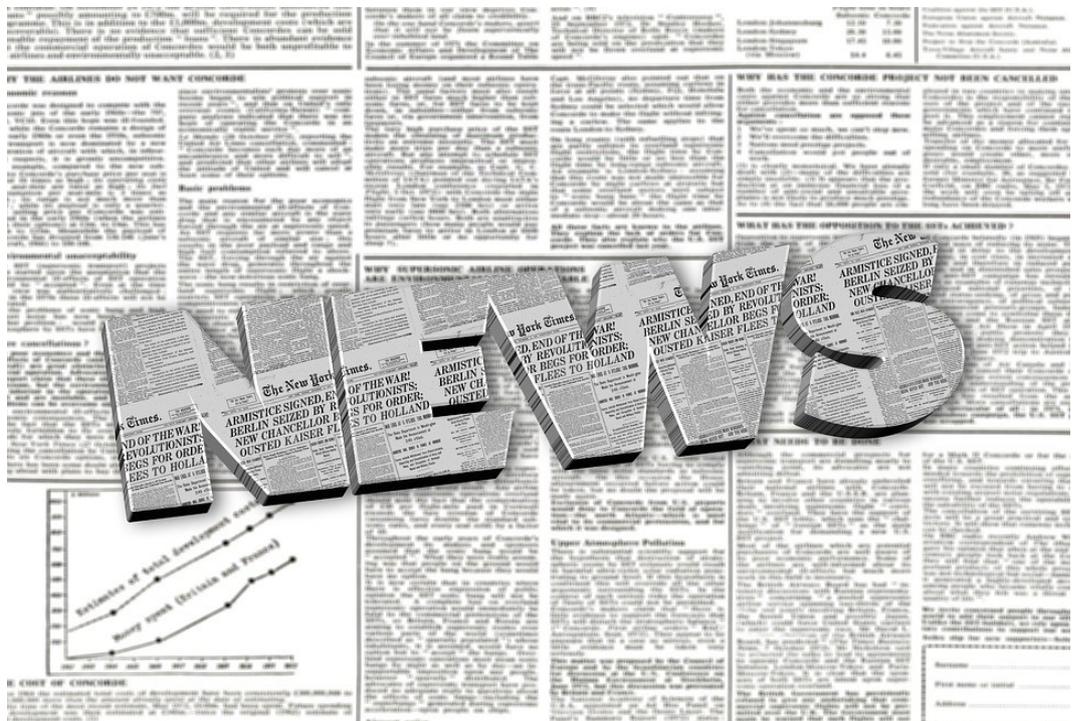
Les revenus liés à la santé sont en recul de 18%, tandis que les revenus de la pharmacie sont en progression de 1.80%.

## **The LGL Group (USA) Ticker : The LGL Group**

Après une annonce d'enquêtes par un cabinet d'avocats début décembre 2015 (pour éventuelle infraction fiduciaire du conseil d'administration) qui n'a fait

# News de nos sociétés

suite à aucune autre information, nous apprenons que la SEC a annoncé un avis de délistement sur un warrant émis pas la société qui cote à un prix trop bas. Les actions ordinaires ne sont pas concernées. Tout ceci n'est jamais réjouissant pour les actionnaires d'une société commerciale. La prudence est donc de mise.



# Analyses de société

## Snoozebox Holdings plc

(London Stock Exchange, Ticker: ZZZ.L / ISIN : GB00B7D66J40)

\*\*\* Eligible au PEA \*\*\*

### I. Introduction



Voici une vieille connaissance que nous nous proposons de mettre à nouveau en avant.

Souvenez-vous : début 2014, nous avons acheté et revendu trois mois plus tard cette société avec une plus-value d'une quarantaine de pourcents. A l'époque, cette vente avait été motivée par une augmentation de capital fortement dilutive. Depuis notre vente, le cours de l'action a été divisé par 4 et l'action est revenue dans une zone de prix qui nous semble attrayante.

Les activités de Snoozebox sont assez innovantes : la société construit des hôtels mobiles dans des conteneurs sur des lieux d'évènements ponctuels comme des évènements sportifs ou des festivals de musiques. Mais la société a également diversifié sa clientèle en fournissant des hébergements temporaires pour des périodes plus longues comme, par exemple, lors de déploiements militaires, des champs pétroliers ou de chantiers de construction.

Depuis son introduction en bourse, la société multiplie les pertes opérationnelles et les augmentations de capital, ce qui explique qu'après avoir été introduite en 2012 à un cours de 43 GBp, l'action se « traîne » aujourd'hui à 2,6 GBp.

Comme nous l'avions expliqué lors de la première analyse qui avait été mise à votre disposition en 2014, Snoozebox n'est techniquement pas une daubasse : sa VANN est inférieure à son cours de bourse et elle ne détient pas d'immeubles à proprement parler : par définition, ses containers sont mobiles.

Néanmoins, nous avons décidé d'inclure ceux-ci comme des immeubles dans notre méthode de valorisation : il s'agit d'investissements qui « s'usent » très peu avec le temps et qui peuvent être réalisés au profit d'une autre activité que celle à laquelle ils sont destinés au départ.

Nous avons donc considéré ces containers comme des « immeubles mobiles » et avons calculé la VANE sur cette base. Mais, mesure de prudence supplémentaire, au lieu de les valoriser avec notre traditionnelle marge de sécurité de 20 % sur la valeur d'acquisition, nous avons opté pour une marge plus élevée, de 50 %.

Dans l'attente du rapport financier 2015, nous travaillons avec les comptes semestriels arrêtés au 30/06/2015.

# Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 6,03 GBp duquel nous retirons l'ensemble du passif et obtenons une VANN de... 0, le passif étant équivalent à l'actif courant.

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

Snoozebox a acquis ses hôtels-conteneurs pour un coût de 10,53 GBp. Comme expliqué plus haut, afin de tenir compte des spécificités de l'immobilier de Snoozebox, nous prenons une marge de sécurité de 50 % (au lieu des 20 % habituels), ajoutons cette valeur à la VANN et obtenons une VANE de **5,38 GBp**.

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



Malgré les pertes successives mais grâce aux augmentations de capital tout aussi successives, le principal poste de l'actif courant est composé du cash **disponible**. Il s'agit d'un montant de 5,04 GBp par action (soit près du double du cours actuel !). Il n'appelle pas de commentaire particulier.

Les **créances commerciales** constituent l'autre poste de l'actif courant. Celles-ci sont payées en moyenne à 160 jours, en forte augmentation par rapport à la moyenne de 98 jours des 3 exercices précédents. Pour cette raison, nous nous montrons extrêmement prudents quant à la valeur attribuée à ce poste et décidons de prendre une marge de sécurité de 40 % par rapport à sa valeur aux livres, soit un montant de 0,39 GBp.

Mis à part les **hôtels mobiles mentionnés dans la VANE**, nous ne voyons pas d'autres actifs dignes d'intérêts.

Snoozebox est probablement la société qui présente la structure d'actifs la plus simple depuis que nous investissons en daubasses : du cash, des hôtels-conteneurs, un tout petit poste de créances et puis c'est tout...

En fonction de ce qui précède, nous établissons la valeur de Snoozebox en cas de mise en liquidation volontaire à **4,99 GBp**.

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société n'ayant jamais généré le moindre profit, il n'est évidemment pas possible de lui attribuer la moindre valeur de capacité bénéficiaire.

# Analyses de société

## **VI. Conclusions**

Au cours actuel de 2,60 Gbp, il est possible d'acheter des actions Snoozebox avec une marge de sécurité de :

51,7 % sur sa VANE

47,9 % sur sa VLMV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 8,31 Gbp) est de : +220 %.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 90 %.



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

Comme nous l'avons déjà signalé, les pertes à répétition et les AK dilutives ont eu raison de la patience des actionnaires les plus fidèles.

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

Si les pertes se perpétuent au niveau actuel, le confortable matelas de liquidités disparaîtra très rapidement : il ne représente, au bout du compte, que 2 années de pertes normalisées. Cet élément explique donc les augmentations de capital à répétition mais aussi l'opération de « sale and lease back » menée par l'entreprise en 2014, opération au cours de laquelle elle a cédé ses hôtels de première génération pour les reprendre ensuite en location.

Si les pertes se poursuivent, il est clair que de nouvelles augmentations de capital, tout aussi dilutives que les précédentes, seront nécessaires.

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

Malgré ce portrait peu flatteur, nous remarquons que les ventes sont en forte

# Analyses de société

hausse, exercices après exercices, ce qui tendrait à nous faire penser que, malgré le maintien d'un niveau de perte important, Snoozebox se rapproche du « point mort ». La marge brute est, elle aussi, en hausse.

Nous notons aussi les efforts de la direction pour poursuivre la croissance et diversifier la clientèle : ainsi, un nouveau modèle a été présenté. Celui-ci pourrait être utilisé à des fins de logement social. La société a également conçu un « hôtel médical portable » et cherche à le commercialiser. Enfin, une nouvelle génération de chambres mobiles vient d'être conçue: celles-ci pourront être déployées à un coût inférieur à celui des chambres de la première génération.

En réalité, Snoozebox ressemble à une start-up : elle brûle énormément de cash parce qu'elle consent d'importants efforts pour déployer son modèle d'affaires en négligeant sa rentabilité dans un premier temps (du moins nous l'espérons). L'intérêt de Snoozebox par rapport à une start-up est que celui qui achète au cours actuel paie moins cher que les actifs et reçoit le savoir-faire gratuitement, chose exceptionnelle pour un *business angel* ou un fonds de *private equity* investissant dans une jeune société (en plus d'une information financière régulière et un titre relativement liquide).



# Analyses de société

## CSP International Fashion Group

(Milan, Ticker: CSP.MI / ISIN : IT0001127874)

\*\*\* *Eligible au PEA* \*\*\*

### I. Introduction



Nous croisons pour la deuxième fois dans cette lettre le chemin d'une ancienne connaissance de notre portefeuille. Nous avons acquis 7 504 titres de CSP Fashion le 20 juin 2012 à un prix de revient de 0,83 EUR et avons revendu l'intégralité de nos titres le 15 novembre 2013, encaissant une plus-value de 65%, dividende inclus.

Il s'agit toujours de la même société qui a été fondée en 1973 et ses locaux sont toujours localisés à Ceresara, en Lombardie, la région la plus riche d'Italie. La famille Bertoni détient 50,2% du capital et est largement représenté au Conseil d'Administration mais a laissé la direction opérationnelle à des professionnels extérieurs à la famille.

L'activité se résume essentiellement à la vente de lingerie et notamment de bas sous les marques Well et Le Bourget, bien connues en France. En complément, la société distribue des maillots de bain et d'autres sous-vêtements sous les marques Sanpellegrino, Oroblù, Lepel, Liberti et Cagi.

La France représente l'essentiel des ventes (63%). Viennent ensuite l'Italie (23%) et le reste de l'Europe (12%). Le reste du monde est très marginal à 2% des ventes.

Les chiffres de la présente analyse sont issus du rapport du troisième trimestre 2015, soit le 30 septembre. S'il manquait des détails dans ce rapport, nous nous sommes référés au rapport annuel arrêté au 31 décembre 2014 ou le rapport semestriel arrêté au 30 juin 2015.

La présente analyse est établie avec le cours de référence de clôture du jeudi 4 mars 2016, soit 0,95 EUR par action. Nous n'avons pas trouvé dans les rapports de la société une quelconque dilution potentielle.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 2,68 EUR par action et l'ensemble des dettes représente 1,76 EUR par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **0,92 EUR par action**.

# Analyses de société

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

Au 30 juin 2015, le coût d'achat historique des immeubles et terrains est égal à 33,4 M EUR. Pour notre calcul de la VANE, nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant, ce qui représente 0,83 EUR par action. Ajoutons ce montant à la VANN et nous obtenons une VANE de **1,75 EUR**.

## 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.

Nous commençons par l'**actif courant**, composés des actifs les plus liquides. Et le plus important au sein des actifs qui seront réalisés à moins d'un an est constitué des **stocks**. Au cours des 3 dernières années, la rotation moyenne du stock a été de 173 jours et il s'est écoulé en 178 jours pour le dernier exercice. Le management a passé des dépréciations d'actifs qui ont dégradé le compte de résultats en retirant les « nanars » invendus des saisons

précédentes. Néanmoins, restons prudents et appliquons une marge de sécurité de 30% sur ce poste et retenons alors **0,75 EUR** par action.

Nous passons au **poste client**. Les créances commerciales et financières ont été payées en moyenne à 92 jours en 2014 (dernier exercice complet à date), ce qui est une dégradation par rapport à la moyenne des 3 dernières années qui ont été payées à 87 jours. Par conservatisme, nous préférons ajouter une marge de sécurité de 20% sur ce montant, et nous retenons donc une valeur de **0,92 EUR** par action.

Le troisième poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie et placements à court terme** pour **0,46 EUR**, que nous repreneons comme tels.

Nous passons à présent aux **actifs fixes**. Tout d'abord, nous valorisons les **immeubles et terrains** au coût d'acquisition historique que nous retraitons d'une marge de 20% tels que nous les avons repris dans le calcul de la VANE ci-dessus, c'est-à-dire **0,83 EUR** par action.

Pour les autres actifs immobilisés tels que les **équipements et machines** et autres, nous allons reprendre 10% de la valeur amortie issue du rapport semestriel 2015. Une estimation prudente, puisque l'utilisation de ces actifs permet

# Analyses de société

historiquement de générer des bénéfices importants. Ainsi, nous allons prendre pour notre calcul un montant de **0,02 EUR** par action.



L'autre partie importante de l'actif non courant est composée d'éléments **immatériels** tels que des **marques**, des **logiciels** et autres, ainsi que des **impôts différés**. Dans notre approche patrimoniale basée sur la tangibilité des actifs, ces actifs intangibles qui représentent pourtant une somme de plus de 23 M EUR ou encore **0,72 EUR** par action, sont ignorés.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **1,76 EUR** par action.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé ni litiges en cours ou des obligations financières diverses.

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

## Actif courant

- + Stocks : 0,75
- + Poste clients : 0,92
- + Trésorerie et équivalents : 0,46

## Actif immobilisé

- + Terrains et immeubles : 0,83
- + Équipements de production : 0,02
- + Actifs incorporels et crédit d'impôts différés : 0

## Passif

- Total passif : 1,76
- Hors-bilan : 0

Ce qui nous donne donc une VMLV de **1,22 EUR par action**.

## V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société a réalisé en moyenne un bénéfice opérationnel de 8,7M EUR sur les cinq derniers exercices. Nous actualisons ce montant à 12% et que nous ajoutons la trésorerie nette. Nous retranchons un impôt forfaitaire de 35% et nous obtenons finalement une VCB de **1,34 EUR par action**.

# Analyses de société

## VI. Conclusions

A notre cours actuel de 0,95 EUR, il est possible d'obtenir les marges de sécurité suivantes :

46% sur la VANE de 1,75 EUR

22% sur la VMLV de 1,22

29% sur la VCB de 1,34 EUR

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT, qui est en fait la VANE car la valeur VANE > valeur VANT = 1,75 EUR) est de : **+84%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 63%.

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 ?**



Le contexte italien n'est pas au mieux en ce début d'année 2016. Bons nombres de valeurs ont en effet été trainées vers les bas-fonds des marchés à coup de plusieurs séances à -10% sur les banques italiennes par exemple (peut-être que le marché nous refait une crise de rejet des valeurs italiennes... ?). Ou alors, serait-ce l'exposition de la société à la France qui serait jugée trop importante ? Nous pensons que sommes dans un paradigme différent que celui que nous avait permis un achat à bon compte en 2012, quand le marché avait englouti toutes les valeurs italiennes dans le marasme ambiant de la « crise de la dette souveraine » italienne, entre autres.

Financièrement, la société a déçu, puisqu'elle a généré une perte de près de 3 M EUR sur le deuxième trimestre, après un premier trimestre déjà morose (bénéfice de 1 M EUR). Un nouveau paradigme pour CSP qui est un Groupe habitué à de belles marges opérationnelles supérieures à 15%. La direction explique que ces pertes s'expliquent non seulement par un ralentissement des ventes, mais aussi des dépréciations de valeur sur des anciennes collections non vendues et des investissements publicitaires. La moindre activité en France sur le premier trimestre, et notamment en janvier et février, est expliquée en partie par une moindre fréquentation des magasins dans un contexte d'attaques terroristes. Et comme la France est le premier marché du Groupe, les impacts sont importants. C'est sans doute la chute du champion de la renta-

# Analyses de société

bilité de son piédestal que le marché a du mal à digérer.

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

La première mauvaise nouvelle pourrait venir du dividende. Il est actuellement de 0,05 EUR par action et représente un rendement de plus de 5%. Or, pour maintenir sa structure financière pour faire face à un moins bien (temporaire ?), la société pourrait décider soit de le couper, soit de le réduire fortement. Bien sûr, ce serait perçu comme un mauvais signal par le marché.

La marge de sécurité pourrait totalement disparaître si le Groupe n'est pas en mesure de faire repartir son activité ainsi que d'accroître ses marges dans les trimestres à venir.

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

Nous ne sommes plus dans le même scénario qu'en 2012 où CSP ne semblait plus avoir la cote sans raisons fondamentales réelles. C'était plus l'ensemble du marché, et plus spécifiquement du marché italien, qui avait entraîné la valeur au plancher lors de notre premier achat en 2012. Aujourd'hui, la société doit faire face à une réduction de sa rentabilité. Même si les décotes sur les actifs tangibles (VANE et VLMV) et sur la capacité bénéficiaire (VCB) sont présentes, elles ne sont pas, pour nous, encore suffisantes.

Le principal défi de la société sera de remonter ses marges via, soit une réduction des coûts, soit une reconquête sur le marché français, ou bien un mix de ces deux solutions.

Un redressement de l'activité et des marges sur le quatrième trimestre ainsi que sur le début de l'année 2016 permettrait sans doute au marché de se rappeler que CSP International Fashion est une entreprise rentable. Et ainsi confirmer les dires du management, à savoir que la première partie 2015 a été moribonde et pourra alors être qualifiée d'événement épisodique. Dès lors, les fondamentaux du titre reprendraient le dessus.

Le troisième trimestre 2015 semble déjà annoncer un léger mieux avec un résultat opérationnel de nouveau positif à 4,7 M EUR, soit une marge de 13,9% sur le CA.

Peut être aurons-nous des surprises, bonnes ou mauvaises, à la publication des résultats annuels 2015 qui ne devrait pas tarder. Quoiqu'il en soit, au cours actuel, nous estimons le potentiel et les décotes encore trop faibles pour acquérir des titres. Nous gardons la valeur dans le viseur, prêts à tirer une cartouche au moindre excès à la baisse.

## 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**