

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 11
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société AuRico Metals Inc.	page 22
Analyse de la société Pittards plc	page 26
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 30

Edito



Mai 2016. Rapport de gestion

C'est en remerciant tous nos abonnés pour leur participation à notre sondage que nous démarrons cette 61ème lettre. Comme d'habitude, nous allons tenter d'améliorer notre service par rapport à vos souhaits et dans la mesure de nos possibilités (malheureusement parfois limitée par le facteur temps). Tout ce que nous pouvons améliorer va être exécuté le plus rapidement possible. Nous commencerons d'emblée par l'édito de la lettre mensuelle que nous avons volontairement dégraissé, pour aller à l'essentiel. Notre idée principale c'est de vous proposer un maximum de réflexions sur nos achats, ventes ou autres. Réflexions, bien entendu, issues de nos débats sur la gestion de notre portefeuille et qui sont susceptibles de vous servir directement dans vos investissements. Nous allons également, dès que possible, vous proposer notre portefeuille hebdomadaire dans une version Excel, comme bon nombre d'entre vous le souhaitent ardemment.

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 7.8139€, en progression de +1.56% sur le mois d'avril. Sur l'année 2016, après les 4 premiers mois, notre performance est de -0.82%.

Sur le mois d'avril, notre portefeuille a bénéficié d'un change favorable de +0.19%. Sur l'année 2016, après 4 mois, notre portefeuille a subi un change défavorable de -2.42%.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis, a progressé sur le mois d'avril de +0.18%. Et sur l'année 2016, après 4 mois, la performance du MSCI World est négative à -5.31%.

Edito

Le rebond qui a commencé en février s'est poursuivi durant les 3 premières semaines du mois d'avril. La semaine passée, clôturée au 22 avril, a vu le portefeuille revenir en zone positive sur l'année 2016, à +0.30%, pendant que notre benchmark nous rattrapait en douceur avant le recul de la dernière semaine d'avril.

Nous pouvons dire que nous avons bénéficié des progressions du cours de l'or et du pétrole dans la performance du mois, mais pas seulement. L'inquiétude nous semble assez palpable sur le marché. Et nous entrons sous peu dans la période du célèbre dicton « Sell in May and go away » ou « Vendre en mai et s'en aller »... En résumé, sortez des marchés ! Un dicton n'a pas beaucoup de valeur pour les investisseurs dans la valeur, et pourtant un dicton est toujours basé sur une observation de la réalité et délivre un message de bon sens. Pas de valeur donc sur le fait que cela ne nous aide pas directement à investir, mais seulement à espérer pêcher un peu plus d'occasion si les vendeurs étaient prêts à brader les prix. Donc pour le chasseur de Daubasses, ce « Sell in May » c'est le début de la braderie annuelle, braderie qui n'a parfois pas lieu si les bon prix ne sont pas au rendez-vous, bien entendu.

Mouvements mensuels

Nous avons effectué 4 mouvements au mois d'avril, 2 achats et 2 ventes.

Le **5 avril 2016**, nous apportons nos actions à l'OPA de Vtech sur notre société **LeapFrog Enterprise Inc.** et actons une moins value de **-34.97%** sur cette aventure qui a mal tourné, même si a posteriori, nous pensons aussi que cela aurait pu être bien pire en valant tout simplement 0\$. Revenons sur ce court métrage douloureux : le 18 juin 2015, nous achetons des actions Leapfrog pour la somme de 3 568.26 € frais inclus, ou encore a 1.53\$ par action frais inclus. La valeur d'actifs tangibles de la société est de 2.55\$. Leapfrog est l'un des leaders mondiaux du jeu multimédia pour enfants en bas âge et dans l'analyse que nous vous avons présentée dans la lettre n°51 de juillet 2015, un manque de renouvellement produit générant une perte importante était la principale raison pour retrouver la société dans la catégorie Daubasses. Nous pensions donc avoir acheté une société à bon prix et surtout capable de redresser la barre en lançant l'un ou l'autre nouveau produit. Si nous n'imaginions pas d'autre scénario à court terme, qu'un bateau qui continue à prendre l'eau, avec un chiffre d'affaires qui reculerait encore pendant quelques trimestres, nous étions loin d'imaginer que la situation se dégraderait aussi fort et aussi vite, les VANT passant au fil des rapports de 2.55\$ à 2.21\$, puis à 2.06\$. En février 2016, la société concurrente Vtech, dont le siège est situé à Hong Kong, lance une offre de rachat à 1\$ par action. Nous pensons que c'est vraiment peu cher payé et que ces chinois sont de vrais radins et les actionnaires de plus longue date aussi, puisqu'ils lancent une class action contre la direction. Dans le dernier rapport que nous lirons, celui de mars 2016, en calculant la nouvelle VANT de 1.45\$, soit un peu plus de 25% plus bas que la précédente, nous nous dirons finale-

Edito

ment que la société de Hong Kong n'est pas si radine que cela, voir moins radine que nous, puisque nous avons acheté la société avec 40% de décote sur la VANT et que Vtech offre un prix qui lui permet d'avoir une marge de sécurité de 31% sur la dernière VANT. C'est donc l'histoire d'une direction américaine qui avait en main une société performante et qui a tout foiré, les premiers manchots croisés dans le Groenland auraient pu arriver au même résultat sans trop se forcer ! Nous avons donc finalement encaissé net de frais la somme de 2 320.42€... et toute cette histoire s'est déroulée sur 292 jours.

Toujours ce **5 avril**, nous vendons l'une de nos 4 minières, à savoir **Alamos Gold**, avec une moins value de **-35.05%**. C'est une journée énervante pour l'Equipe des Daubasses. Après un timing qui n'a pas fait l'objet de réflexions aussi rapidement qu'il aurait fallu, les paramètres changent. Après Silver Standard Ressources, c'est au tour d'Alamos Gold et cette fois c'est une fusion qui vient tout bouleverser en détruisant de la valeur et en nous obligeant à ajuster la VANT à 0.32 CAD, soit très largement sous le cours de 5.26 USD par action. L'or est en train de décoller et notre process nous dit clairement qu'il faut vendre cette mine. Nous vous avons expliqué dans de nombreux articles, sur la finance comportementale notamment, que la difficulté principal d'un *process* c'est de l'appliquer à la lettre. Et cela semble toujours facile, énoncé dans un bel article théorique. Mais nous vous confirmons avec la vente d'Alamos que la pratique est 100 fois plus difficile en ressenti que la théorie, dont le ressenti est de 0 sur l'échelle de « aiiiiie ouiiiiille arrête de pincer ». Comme toujours après un échec, l'Equipe est en ébullition et nous essayons tous d'y voir plus clair sur ce que nous avons fait et qui appartient déjà au passé amèrement irréversible, et ce que nous allons faire dans le futur, à savoir la seule chose qui compte réellement et que nous voulons pleine de bon sens et avec le moins d'émotion possible. La réponse à cette nième âpre discussion sur l'opportunité d'investir ou pas sur des minières en guise de protection de notre portefeuille, sera expliquée ci-dessous dans la troisième transaction du mois. En attendant, nous avons acheté la société Alamos Gold le 5 mars 2014 et nous avons déboursé 3 458.22€ frais inclus. Nous avons revendu ce 5 avril 2016 et encaissé net de frais 2 245.96€. Cette perte a été actée après 762 jours de détention en portefeuille. Ce gâchis porte le numéro 40, notre 40ème perte depuis novembre 2008 !

Le **20 avril 2016**, nous renforçons notre mine **Aurico Metals**. Nous avons reçu, lors de la fusion avec Alamos Gold, 211 actions gratuites et nous en achetons 5 240 supplémentaire, pour la somme de 3 281.58€ ou 3 707.86 \$ à un prix unitaire de 0.6802\$. Tous ces chiffres sont exprimés frais inclus.

Cet achat est un peu l'aboutissement de notre discussion, sur le bien fondé ou pas de nos achats miniers en guise de protection. Comme vous nous l'expliquions quelques lignes plus haut, un scénario qui tourne mal en mars avec Silver Standard et en avril avec Alamos, fait ressurgir immanquablement les émotions. Les émotions, c'est dans ce cas l'addition d'impressions d'un gros gâchis. Tout d'abord, sur le fait que depuis 2011 le mécanisme de protection n'a fonctionné qu'à de quelques rares occasions de baisse de marché, la plus impor-

Edito

tante s'étant produite en début d'année 2016, soit 5 ans plus tard, mais insuffisamment de toutes manière. Ensuite, nous avons constaté que les valorisations de nos minières s'effritaient au fil des ans, plus précisément à mesure que s'effritait le cours de l'or, et cela contre notre idée centrale des coûts d'extractions les plus faibles et de nos marges de sécurité maison. Enfin, la vente de Alamos et de Silver Standard coût sur coût, font comme déborder le vase.

Nos plus anciens abonnés savent très bien que la marque de fabrique des Daubasses est un questionnement en direct, sans la moindre forme d'excuse. Car nous pensons depuis le début de l'aventure, que c'est en comprenant et en collant à une juste perception de la réalité que l'investisseur progresse. Et nous espérons modestement qu'en vous faisant partager nos doutes, nos questionnements et nos décisions, cela pourra vous aider un peu à devenir de meilleurs investisseurs, ce que nous recherchons nous même en permanence.

Ce que nous avons donc appelé nos émotions en rapport à une impression de gâchis sur nos investissements de protection minier va être ramené à plus de bon sens, en faisant appel au complément de notre *process* sur l'or et les matières premières qui avait fait l'objet d'une discussion, puis d'un dossier PDF que nous vous avons envoyé par mail. Nous n'allons pas reprendre ici les détails de ce *process* complémentaire, mais vous en expliquer quelques détails par rapports à notre portefeuille.

L'idée était de fixer un prix de référence de l'or au premier investissement sur des minières. Notre prix de référence date du 14 octobre 2011 avec notre achat de Dundee Precious Metal, et le cours de l'onçe d'or était de 1 682 \$. L'idée c'est d'investir en 3 paliers pas plus de 3.33% du portefeuille. Avec des différences de 25% à la baisse sur le cour de l'or à partir du cours de référence qui est le premier palier. Les pertes encourues durant la mise en place du *process* seront comptabilisées comme des investissements, desquels on déduira les éventuels gains.

Que nous dit donc ce *process* par rapport à notre portefeuille aujourd'hui ? Nous comptabilisons 2 pertes sur Oceana Gold (2401.52€) et Alamos (1212.26€) pour un total de 3 613.78€. D'autre part, nous comptabilisons aussi deux gains sur Silver Standard (275.47€) et sur Kinross Gold (434.17€), soit un gain total de 709.64€. La balance pertes/gains est donc de 2904.14€ et sera comptabilisée comme des investissements.

D'autre part, en portefeuille, nous avons au prix d'achat frais inclus (soit au prix de revient), 3 minières : Dundee Precious Metal (10 715.60€), Argonaut Gold (4 548.85€) et Aurico Gold dont nous avons 211 actions gratuites pour la somme de 0 €.

Le total de nos investissements selon notre *process*, soit les sociétés en portefeuille au prix de revient plus la différence pertes - gains sur les actions vendues, s'élève à 18 168.59€.

Edito

Nous sommes actuellement au second palier (25% sous 1682\$) avec un cours de l'or inférieur à 1261\$ l'once. L'investissement maximum du portefeuille est fixé à 6.66%. Nous pouvons donc investir à ce stade 4 468.78€.

Voici le tableau qui synthétise ce que nous venons de détailler.

C'est donc en prenant connaissance de ce tableau, faisant référence à notre *process*, que nous avons pris conscience de notre biais négatif. De quel gâchis

Investissement sur l'Or en Euro			
Position clôturée			
Perte		Gain	
Oceana Gold	2401,52	Silver Stand-	275,47
Alamos Gold	1212,26	Kinross Gold	434,17
Total	3613,78	Total	709,64
Solde			2904,14
Société en Portefeuille au prix de revient			
Dundee Precious Metal			10.715,60
Argonaut Gold			4.548,85
Aurico Metals			0,00
Investissement Total + Perte			18.168,59
Palier 2		6,66%	
Cours de l'or sous		1 261 \$	
Portefeuille		339.840,39	
Investissement maximum		22.633,37	
Investissement Autorisé			4.464,78

avons-nous parlé dans nos premières discussions. La perte sur nos minières vendues de 2 904.14\$, représente 0.85% du poids du portefeuille. Bien sûr, il y a le manque à gagner sur ces investissements depuis 2011 et les pertes non actées sur Dundee et Argonaut, faisant en sorte que le bilan n'est pas positif mais bien négatif, et donc très loin du gâchis avancé par notre biais négatif.

En conclusion, nous nous sommes dit que si nous n'appliquions pas le *process*, les chances de transformer cette idée de protection du portefeuille avec les minières avaient de très faibles probabilités de se muer de négative à positive. Tandis qu'en appliquant notre *process* et en achetant ce qui nous permettait ce second palier, nous augmentions l'asymétrie de cette partie diversifications dans la valeur avec 6.66% de pertes maximum possible face à des gains illimités.

Edito

La leçon que nous avons tirée de cette réflexion, c'est qu'il est important de chercher au-delà de ses émotions et d'essayer tant bien que peu d'analyser ses décisions et leur conséquences à l'aide de cet outil fabuleux qu'est le *process* qui permet toujours, comme dirait Charlie Munger, de vous offrir un autre angle de perception pour vous conduire progressivement mais sûrement à un jugement en phase avec la réalité expurgée d'un maximum d'émotions.

Le **28 avril 2016**, nous achetons la société anglaise **Pittards Ltd**. C'est notre 185ème achat pour notre portefeuille et pour démarrer par un clin d'œil qui évoque implicitement Peter Lynch, nous trouvons que le fait que Pittards rime avec ringards est un début prometteur. Pittards Ltd est une fabrique de cuir qui a démarré son activité en 1826 ! Ce que nous aimons bien chez Pittards, c'est que leur site laisse penser d'emblée qu'il vend des gants en cuir et des sacs pour dames... Du déjà vu mille et une fois...

Mais en grattant un peu et en allant sur l'onglet "About Pittards", puis sur "Brand Partners", on découvre un autre Pittards qui fait des gants et des chaussures de golf, des gants de polo, des chaussures, Berghaus et Hi Tec, des vestes en cuir pour Jaguar ou des vestes en cuir spéciaux résistant à l'eau pour Lindenberg, ainsi que des chaussures pour la même marque, mais encore des chaussures de sports Skora et Footjoy. Et également des colliers pour chien Ruffwear et enfin des casques audio pour Shennheiser destinés à l'équipe de Formule 1 Red Bull... Rien que cela.

Est-ce que cette société vous semble toujours aussi ringarde comme le laisse penser son nom et la page d'accueil de son site ? Notre réponse a été non, d'autant plus que le marché l'a rangée dans la catégorie honnie et huée des Daubasses, soit des sociétés cotant sous la valeur de leurs actifs net tangibles ! Cerise sur le gâteau qui n'est pas aussi courant que cela, malgré son naufrage la société fait toujours des bénéfices, sans compter ce qui nous intéresse le plus, soit un beau collatéral immo d'une valeur d'acquisition de 43.60Gbx. La VANT est de 173.88Gbx, ce qui à notre cours d'achat de 70.43 Gbx offre un potentiel de 143%. Nous avons donc acheté 4000 actions de la société, pour un montant total de 3 622.34€ ou 2 817.46 £, pesant 1% du portefeuille.

Le portefeuille en détail

Sur le mois:

Nous avons acheté pour la somme totale de **6 903.92 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **4 566.38 €**

Sur l'année 2016:

Nous avons acheté pour la somme totale de **42 383.60€**

Nous avons vendu pour la somme totale de **44 413.08€**

En fin de mois, les liquidités pèsent 19.55% du portefeuille et sont en légère diminution par rapport au mois précédent.

Edito

La performance par catégorie sur l'année 2016 en ce mois d'avril :

1° Diversification Value = +17.95% (sur le mois = +6.36%)

2° RAPP = +2.49% (sur le mois = -0.59%)

3° Net Estate = -1.39% (sur le mois = -1.19%)

4° Net Net = -2.28% (sur le mois = +4.25%)

Net-Net

Sur l'année 2016, la catégorie net-net signe la plus mauvaise performance avec un recul de -2.28%. Mais sur le mois, la catégorie bondit de +4.25% et essuie une bonne partie de son retard. Ce n'est pas les *Quantitative Easing* ni les achats des *zinzins* qui ont boosté nos net-nets, mais deux sociétés anglaises et une américaine, **MBL Group**, avec un bond de +47% sur le mois qui signe la plus belle performance de la catégorie. De plus, son dernier bilan semble nous indiquer que la société est occupée à réussir la mutation de ses activités démarrées voici au moins 4 ans. La seconde performance de la catégorie est réalisée par une autre anglaise, **Norcon Plc**, dont le cours a grimpé de 28% sur le mois, suivie de CDI corp avec une performance de +14%. Les mauvais élèves de la classe sont la parapétrolière **Enteq Upstream** avec -8% et **GigaMedia** avec -7%.

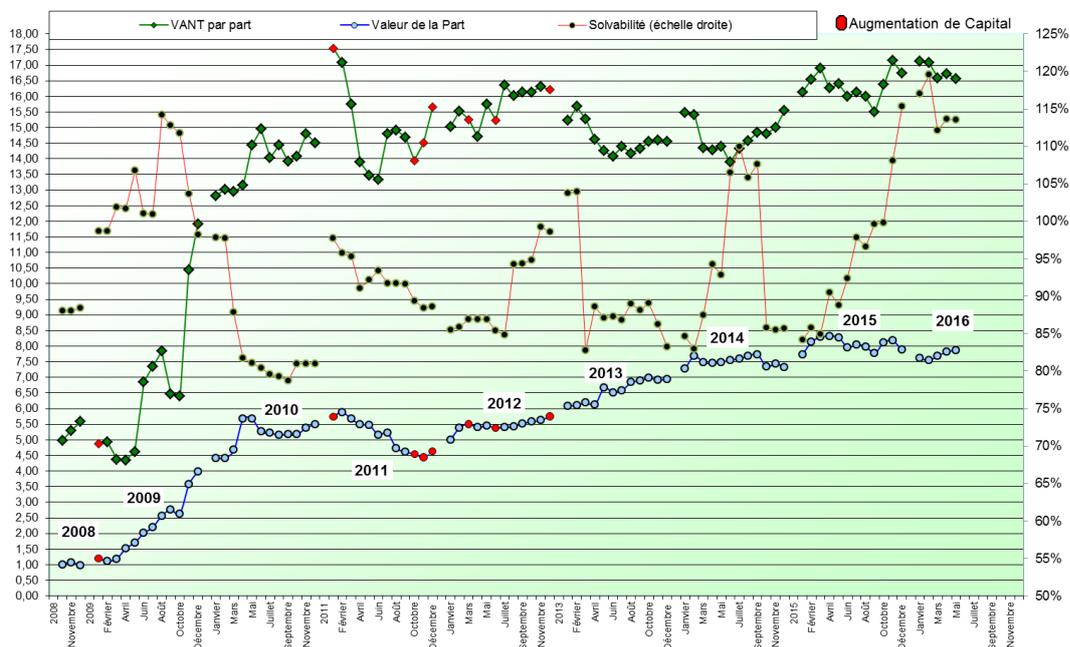
Net Estate

Le comportement de la catégorie net-estate est toujours satisfaisant dans un marché haussier mais ce n'est pas le cas ce mois ci avec le recul le plus important soit -1.19%... Et sur l'année, la catégorie accuse un recul de -1.39%. La cause de cette mauvaise tenue de la catégorie est assez clair et se nomme **Snooze Box** qui est en recul depuis notre achat de -85% ou presque 3 000€, soit pratiquement 1% du portefeuille. C'est assez lourd même si dans la catégorie la progression de +37% de **SunLink Health System** et de +24% de **Civeo** compensent largement. Nous sommes aussi surpris du comportement de **Hyduke**, l'une de nos 4 parapétrolières, en recul de -16%, alors que le baril de pétrole WTI s'est apprécié de 20% sur le mois d'avril. Et pourtant, nous ne devrions pas être surpris puisque la société a prouvé qu'elle avait la capacité à aller à contre-courant complet. Rappelons donc que Hyduke a déjà été achetée et vendue une première fois. Notre premier achat a eu lieu le 14 avril 2014 et la vente a eu lieu le 12 janvier 2015, se soldant par un bagger ou un rendement de 105% en 273 jours. Pendant ce temps, le baril de pétrole WTI cotait le 14 avril 2014 à 100.35\$ et lors de la vente de Hyduke qui avait atteint sa VANT, le baril de pétrole cotait le 12 janvier 2015, 46.07\$ en clôture. Donc, pendant que la société s'appréciait de 105%, le cours du pétrole perdait -54%. Tout ceci pour dire que l'on est toujours plus surpris quand le cours de la société est en recul et le prix du pétrole en hausse, car nous n'avons même pas souvenir d'une surprise dans l'autre sens avec +105% pour le cours de la société et -54% pour le pétrole. Ce n'est qu'après la vente que nous nous en sommes aperçus. Preuve donc que toute perte, même temporaire, touche votre ego, alors que tout gain semble simplement normal, vu « vos immenses qualités intrinsèques d'investisseur »...

Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repère 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	
6 mai 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,59 €
Potentiel	110,57%
Solvabilité pondérée	113,57%
3,33% Pondération Max	11.431,36 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	42,19%
Dollar Américain	34,35%
Livre Sterling	15,38%
Dollar Canadien	7,32%
Courone Suédoise	1,06%
Franc Suisse	0,00%
Variation des devises Yield	-2,60%
Nombre de société vendue	125
Gain Moyen	1.712,27 €
Perte Moyenne	- 375,54 €
Société en Gain	84
Société en Perte	38
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,56



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.

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 : ALDP.PA

Sans surprise, avec le rapport annuel 2015 en main, nous avons fait tourner la moulinette RAPP et avons obtenu un objectif de cours de 23,23 EUR, en baisse de -37,1% par rapport à notre objectif de cours issu du rapport du 30 juin 2015. Cette chute s'explique par la chute du résultat opérationnel qui passe de 13,0 M EUR en 2014 à 5,3 M EUR en 2015.

En parallèle, nous prenons connaissance de l'activité au premier trimestre 2016. Il est en hausse de +1,1% à 29,8 M EUR. Le management est plutôt confiant sur l'avenir, notamment avec ses nouvelles offres marketing portées par ADLPerformance. Vous nous connaissez... au-delà des discours, nous préférons les chiffres !

Aurico Metals (Canada) Ticker : ARCTF

Nous apprenons qu'une augmentation de capital a eu lieu le 14 avril. La mauvaise nouvelle, c'est qu'il s'agit d'une dilution de notre position et qu'elle a eu lieu à 0,80 CAD, c'est-à-dire largement sous la juste valeur de 2,91 CAD que nous avons calculée. Mais la bonne nouvelle, c'est que cette augmentation s'est faite au-dessus du cours de bourse (0,71 CAD), preuve que les souscripteurs pensent que Aurico vaut effectivement bien plus que ce dernier. Son effet dilutif reste d'ailleurs assez marginal puisque le nombre d'actions en circulation n'augmente que de 1,8 %.

L'autre nouvelle, c'est que les sites pour lesquels Aurico détient des droits à la perception de royalties ont tous publié des estimations de réserve à la hausse. Mais comme vous le savez, le concept daubasses, c'est aussi le partage. Dans cette optique et afin de partager les informations qui nous parviennent, nous vous proposons ci-dessous le complément d'analyse de notre ami-abonné Okavongo, spécialisé dans l'investissement en mines d'or. Nous le remercions de partager avec nous son expertise.

« De mon côté, j'ai renforcé ma ligne en Novembre et en Mars car d'une manière générale j'aime bien le concept de "générateur de projets" qui mixe Royalties et exploration/développement. Ça évite les dilutions. Dans le cas d'Aurico, les royalties couvrent les coûts de maintenance des installations et aussi les coûts de développement.

J'aime beaucoup aussi les 1 milliard de \$ d'installations (y compris la ligne électrique de 280 km) que possède la compagnie. Elles ne seront utiles que si une nouvelle mine peut être exploitée mais ça représente quand même un sacré

News de nos sociétés

coup de pouce pour rendre le projet viable, même si le capex initial reste conséquent et si pour l'instant cela coûte en maintenance. Le potentiel du projet ne se limite pas à KUG (Kemess UnderGround). Kemess East est également intéressant.

J'aime beaucoup moins la faible teneur en or (0,54 g/t). C'est vraiment très peu pour du "underground". Heureusement, c'est un peu compensé par la technique "block cave" et par la présence de co-produits (Cuivre et argent dont les cours sont donc aussi à surveiller).

Coté permis, après l'échec de 2007, le nouveau projet paraît beaucoup plus acceptable. Le passage "d'open pit" en "underground" diminue beaucoup l'impact environnemental. Et utiliser un l'ancien "open pit" pour les "tailings et waste rocks" va éviter de sacrifier un lac...

Le cash-cost est attractif mais Kemess est quand même dans la catégorie "gros projet", difficile à financer et long à construire (voir PJ p4). A mes yeux, on est dans la notion "d'optionalité" très à la mode en ce moment chez les mineurs (ou les sociétés gravitant autour). Il faudrait donc sûrement encore un effort du côté des cours de l'or et/ou du cuivre pour renforcer les chances de voir un jour une nouvelle mine. En attendant, les royalties offrent un sacré confort.

*Coté royalties, une "pilule empoisonnée" bloque Aurico sur Young Davidson (<http://static1.squarespace.com/static/52483801e4b0cd3b08465542/t/55b549b3e4b0fb4372101721/1437944243180/Issue+133.pdf> mais depuis Sandstorm a revendu pour 10 millions de \$ sa participation). Cela ne me gêne pas car comme évoqué plus haut j'aime bien le mélange Royalties / projets. »
« Une remarque complémentaire :*

Le cours de l'action Aurico sous-performe nombre de ses pairs qui ont souvent doublés depuis le début de l'année (ex : Almadex, Eurasian Minerals). J'ai l'impression que la sortie de Sandstorm du capital (10 millions de \$ sur une capitalisation de 110 millions de \$) a joué dans ce phénomène. Bref, Aurico semble un bon choix pour monter à bord du train haussier sans surpayer. Car une pause est toujours possible... »

Bernard Loiseau (France) Ticker : ALDBL.PA

La société a publié un bénéfice 2015 symbolique de 0,01 euro par action. La direction ne propose pas de mise en paiement de dividende pour cette année. Etant donné que la VANT est inférieure à la VANE, c'est cette dernière qui constitue notre objectif de cours. Elle s'établit à 8,35 euros.

Parmi les projets, nous apprenons la construction du complexe « bien-être » Villa Loiseau des sens, le changement de nom des deux restaurants parisiens en Loiseau rive gauche et Loiseau rive droite, mais aussi la reconquête de la 3ème étoile du Relais Bernard Loiseau, 3ème étoile perdue en 2015.

Beaucoup de déclarations d'intention donc... Mais ce qui nous intéresse, c'est qu'elles aboutissent à de la vraie création de valeur pour l'actionnaire...

Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL

Nous apprenons que la fusion avec sa « sœur » Ganger Rolf sera effective le 6 mai.

News de nos sociétés

En attendant, le rapport financier annuel laisse apparaître, fort logiquement compte tenu de la faiblesse des prix des énergies fossiles, une perte de 39 NOK par action. Néanmoins, cette perte est à relativiser puisqu'elle est essentiellement due à des réductions de valeur exceptionnelles sur les installations de forage en mer. En dehors de ce phénomène, le résultat aurait été positif.

CDI Corp (USA) Ticker : CDI

A la publication des résultats du T1 2016, la déception l'emporte. Si la baisse de l'activité de -9,3% vs. T1 2015 ne nous surprend pas plus que cela, c'est surtout qu'avec son activité dégradée, les charges opérationnelles et administratives ont augmenté sur la période, passant de 45,3 M USD à 47,0 M USD. Difficilement compréhensible... Le management nous explique que cette hausse s'explique par l'acquisition de la société EdgeRock (société acquise le 6 octobre 2015 pour 33,4 M USD).

Ainsi, le résultat opérationnel ressort en perte à -3,8 M USD ! Espérons que ce soit un « one-shot » et que le meilleur est à venir.

Au niveau de la VANT, elle baisse de -1,4% sur le trimestre et atteint 7,60 USD. Notre ratio de solvabilité maison reste à un bon niveau à 66%.

Continental Materials (USA) Ticker : CUO

Le bilan annuel clôturé le 2 janvier 2016 nous montre une VANT en légère progression à 22.87\$. Le chiffre d'affaires est en progression de 3.79% tandis que le coût des produits est en baisse de 2%. La société signe donc une année 2015 en gain de +0.85\$ par action, au lieu d'une perte de -3.31\$ un an plus tôt.

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Tout d'abord, commençons par un changement de périmètre. Notre minière a acquis son ancienne filiale à 50,01% Avala Resources via un échange d'actions le 8 avril 2016. L'émission de nouvelles actions a été de 956 329, soit l'équivalent de 1,9 M USD.

Les résultats du T1 2016 sont mitigés. Certes, le niveau de chiffre d'affaires, mais le volume de production est en retrait sensible, passant de 38 650 onces à l'issue du T1 2015 à 31 747 onces pour le T1 2016. Ce volume en baisse a été fortement compensé par: 1/ les cours de l'or en baisse légère (-3% vs. T1 2015) ; 2/ un coût de production en baisse à 472 USD l'once et 3/ la fonderie Tsumeb qui a augmenté sa production à plus de 57 000 tonnes, en hausse de +33% vs. T1 2015. Une fois ces éléments mis bout à bout, l'EBITDA ressort à +21,5 M USD vs. un EBITDA au T1 2015 de 19,7 M USD. Tsumeb passe d'une contribution négative au T1 2015 de -4,2 M USD à +7,2 M USD au niveau de l'EBITDA, notamment grâce à l'augmentation des volumes traités, mais également sa production d'acide qu'elle a commencé à vendre à des tiers.

En faisant tourner notre moulinette, principalement du fait de la vente de la mine Kapan qui a réduit fortement les besoins de CAPEX futurs (et non de la moyenne à 600 jours en forte baisse et sur laquelle nous prenons une marge de sécurité de 30%), le niveau de valorisation de la minière est gonflé et passe à 2,92 CAD.

News de nos sociétés

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ.L

La société a publié un point route des résultats au 31 mars 2016 avant la publication officielle qui ne devrait pas tarder. Les comptes en banque sont bien garnis, puisqu'ils affichent 15,1 M SUD au compteur. C'est +0,5 M USD au 30 septembre 2015. Pas mal dans le contexte actuel ! Surtout que les prévisions d'activité et de marges opérationnelles (EBITDA) sont attendues en lignes avec les dernières prévisions.

Par ailleurs, la direction a décidé d'acter pour une dépréciation de ses stocks pour -2,7 M USD. Ce qui n'aura aucun impact cash. Enfin, pour réduire la structure de coûts, le *Board* va être allégé de 3 membres. Neil Warner va être remercié et Raymond Garcia va quitter le *Board* tout en restant directeur des opérations au bureau de Texas (USA). Le *Board* sera ainsi composé de 4 membres au lieu de 6. Que de bonnes nouvelles en résumé.

Exacompta (France) Ticker EXAC.PA

Avec la publication du rapport annuel 2015, nous prenons connaissance d'un élément clef. Notre évaluation et objectif de cours « ambitieux » est basé essentiellement sur l'immobilier détenu par l'entreprise (terrains + constructions). Or, nombreuses ont été les questions sur la valeur réelle de ces actifs, puisqu'industriels et potentiellement avec une valeur marchande difficilement évaluable... Or, en 2015, la société a cédé une toute petite partie de son patrimoine (8 M EUR sur un total d'immobilier au coût historique restant de 139 M EUR) en réalisant une plus-value au passage de 1,3 M EUR. Cet élément est positif dans le sens où la valorisation que nous retenons, à savoir la valeur historique d'acquisition (parfois déjà bien amortie dans les comptes), n'est pas dénuée de sens. Voire, cette valorisation est prudente, puisque nous prenons sur ce montant une marge de 20%.

Le revers de la médaille... C'est que cette cession a été réalisée au profit des Etablissements Charles Nusse... Soit, la famille dirigeante et principal actionnaire d'Exacompta Clairefontaine qui relouera ces bâtiments au Groupe par la suite ! La question du mélange des genres et de l'intérêt aligné des actionnaires minoritaires avec les actionnaires minoritaires peut se poser...

Au niveau patrimonial, la VANT recule donc de -0,9% par rapport au 30 juin 2015 à 287,52 EUR. La décote sur la VANE reste conséquente, puisqu'elle représente toujours 3x le cours actuel à 198,09 EUR. Enfin, la solvabilité de 69% nous rassure à court terme sur la solidité de la société.

Depuis 2 exercices, la société se diversifie dans le digital, notamment avec l'acquisition de petites sociétés de niche liées à l'impression et à la photo. Ce qui explique certainement les bénéfices générés de plus de 10 M EUR : 11,4 M EUR en 2014 et 10,4 M EUR en 2015. De la décote, des bénéfices, et le tout dans un business qui est loin de faire rêver, la papeterie, une Daubasse dans toute sa splendeur.

First Pacific (Honk Kong) Ticker : FPAFY

Suite à la publication du rapport financier 2015, nous avons pu mettre à jour notre calcul de juste valeur pour ce holding actif dans le sud-est asiatique. Nous constatons une légère augmentation des dettes et du poids de la société agro-

News de nos sociétés

alimentaire non cotée Goodman Fielder. Mais les trois principales lignes restent bien PLDT (télécommunication, Philippines), Indofood (agroalimentaire, Indonésie) et Metro Investissements Pacific Corporation (infrastructures et utilities, Philippines). Cette juste valeur s'établit, sur base des cours actuels des sociétés cotées, à 6,54 USD par certificat ADR, ce qui procure une coquette décote de 50 % par rapport au cours actuel.

Future Fuel (USA) Ticker : FF

La société a été nommée par Forbes comme l'une des 1000 entreprises les plus dignes de confiance en Amérique en raison de ses pratiques comptables et de sa gouvernance. Voilà exactement la première chose que nous attendons des sociétés dans lesquelles nous investissons.

Gafisa ADR (Brésil) Ticker : GFA

Les données opérationnelles du premier trimestre 2016 ont été publiées. Les préventes sont en baisse de -31% par rapport au T4 2015 et en baisse de -21% par rapport au T1 2015. La valeur des appartements « en stock » a baissé de -3,6% au 31 mars 2016 notamment du fait des ventes sur la période.

Nous attendons la publication des données financières pour réévaluer nos ratios et objectifs de cours maisons.

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Suite à l'Assemblée Générale du 31 mars 2016, nous apprenons quelques éléments intéressants dans le communiqué... Notamment avec les questions des actionnaires présents. Ainsi, la direction précise qu'elle possède bel et bien un avion, qu'il s'agit d'un bimoteur à hélice de 1972 acquis en 2000. Nous espérons qu'il a été acquis à un prix Daubasse !

Un actionnaire (pointilleux) demande ensuite pourquoi les acquisitions immobilières ont été effectuées via des SCI patrimoniales détenues par les dirigeants et non réalisées par la société ? A quoi répond la direction, qu'à l'époque des acquisitions, la trésorerie de la société ne permettait pas de tels achats...

En ce qui concerne l'âge du capitaine qu'il est prévu d'augmenter pour siéger au Conseil de Surveillance, la direction répond qu'elle « a le souhait de maintenir un Conseil composé des membres expérimentés actuels ». Vous vous souvenez, c'est une résolution qui propose d'augmenter l'âge maximal du tiers des membres qui siègent au Conseil de Surveillance de 75 ans à 80 ans et nous nous étions « étonnés » de cette proposition lors de notre lettre de février 2016 qui témoignait d'une mainmise évidente de la famille ZASLAVOGLU sur la société et pas forcément dans l'intérêt de tous les actionnaires...

Bien entendu, toutes les résolutions ont été votées, mais pas à l'unanimité.

Gendis (Canada) Ticker : GDS.TO

En parallèle avec la chute des prix des produits pétroliers, la juste valeur de notre petit conglomérat s'est effondrée. Nous notons aussi que la juste valeur de son immobilier industriel a aussi été revue à la baisse.

A ce jour, nous calculons sa juste à valeur à 2,42 USD en fonction des cours de ses principales participations cotées.

News de nos sociétés

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Notre valeur historique industrielle Gévelot a publié ses résultats annuel 2015. Pour une activité quasiment constante de 215,5 M EUR vs. 216,5 M EUR en 2014, le bas du compte de résultat est tout autre, puisqu'il affiche un bénéfice avant impôts de 0,2 M EUR vs. 78,4 M EUR en 2014 (le résultat intégrait un produit exceptionnel de +64,7 M EUR lié à la vente d'une filiale). Or, si nous retraitions des éléments exceptionnels, à savoir la dépréciation de -4,1 M EUR sur la filiale canadienne Amik Oilfield Equipment & Rentals ainsi que la perte de change de -5 M EUR, la faiblesse du résultat apparaît moins forte qu'en première lecture. Si ces éléments ne nous font pas plaisir, leur non récurrence tend à nous rassurer. D'autant plus que la filiale canadienne spécialisée sur le secteur pétrolier pourrait avoir mangé son pain noir en 2015. En petite note d'optimisme, nous noterons enfin que les dépenses de Recherche & Développement ont presque doublé en 2015 pour atteindre 4,1 M EUR sur l'exercice. Ainsi, malgré tous les a priori négatifs, la solvabilité reste excellente à 96% (la trésorerie brute représente 147 EUR par action). Au niveau de la valeur patrimoniale, la VANT évolue négativement même si les rachats d'actions suivis d'annulations ont eu un impact positif. Elle est en baisse de -4,1% par rapport au 30 juin 2015 à 202,17 EUR.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Le bilan annuel 2015, clôturé au 31 décembre, nous montre une valeur patrimoniale en baisse à 7.35\$. Il semblerait pour le moment que la dynamique des pertes soit en nette décélération. Le chiffre d'affaires en recul de 11% est contré par un coût des produits, en recul également de 12%. Et les frais fixes sont aussi en recul de 10%. La perte finale s'est réduite de 19%, comparée à la perte 2014. Dans la partie segments, seuls les revenus sur les jeux pour mobiles sont en très légère augmentation. Les autres segments sont en recul et les projets annoncés durant 2014 et 2015 n'ont pas l'air de se concrétiser par les chiffres... que nous considérerons désormais seul juge, après les multiples annonces de la direction sans effet tangible.

Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF

Nous apprenons qu'une filiale américaine est en discussion pour la vente d'un actif immobilier à Sacramento pour une valeur de 169,5 M USD (ou encore 1,3 Md HKD). Au 31 décembre, cet actif était comptabilisé pour 152 M USD. Cette vente qui devrait avoir lieu début juin 2016 générerait ainsi une plus-value brute de 17,5 M USD, ou encore 6,4 M USD après les taxes et les frais de transactions... Néanmoins, cette transaction va permettre de revaloriser le reste des actifs américains d'un montant +38,0 M USD, soit environ 1% de la capitalisation actuelle de la société.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Le bilan annuel de la société, clôturé au 31 décembre, nous montre une valeur patrimoniale stable et une réduction des pertes. Avec ce bilan, la VANT s'établit à 5.08\$. Côté compte de résultats, la perte a été divisée par un peu plus de 3.

News de nos sociétés

Norcon (Chypre) Ticker : NCON.L

Comme nous le pressentons depuis plusieurs mois, le retour à une rentabilité normative se confirme de plus en plus avec notre consultant en solutions de télécommunication. La preuve ? ... par les résultats du rapport financier 2015 qui nous proposent un chiffre d'affaires stable mais aussi un résultat opérationnel multiplié par 3,5 et surtout une perte nette 2014 qui se transforme en profit, certes encore modeste, mais un profit tout de même de 0,61 pences par action. La direction est assez optimiste pour l'année 2016 et elle prévoit une continuation dans l'amélioration des marges ... et comme nous avons affaire à une direction qui fait ce qu'elle dit, nous avons plutôt tendance à lui faire confiance. En attendant, la VANT s'établit à 27,40 pences par action.

O2Micro International (Iles Cayman) Ticker : OIIM

Sur le premier trimestre 2016, O2Micron a vu son activité ralentir (encore...) de -2,9% par rapport à la même période de l'exercice précédent à 13,0 M USD. Néanmoins, avec une économie sur les frais de R&D et sur les frais généraux, cela permet de réduire la perte opérationnelle qui atteint -2,3 M USD vs. -3,6 M USD. La situation est donc un peu moins pire...

Au niveau des perspectives, la société se recentre sur les batteries et les nouveaux produits pour les smartphones et les tablettes. Ainsi, le T2 est attendu en croissance dans une fourchette de 0% / +8%. Le point mort opérationnel est estimé à partir de 16,5-17,5 M USD de chiffre d'affaires trimestriel. Ce qui représenterait une croissance de plus de 25% par rapport à l'activité de ce trimestre !

Au niveau patrimonial, la VANT est en baisse de -5,3% à 3,07 USD par rapport au 31 décembre 2015. La solvabilité est encore excellente à 186% du fait d'une trésorerie abondante de 46,5 M USD.

Peel Hotels (UK) Ticker :PHO.L

Une activité en hausse de +3,4% et une réduction de la dette réduisant les charges financières sont le cocktail gagnant de Peel Hotels dont le bénéfice pour l'exercice 2015, clos le 31 janvier 2016, augmente de +8,7% à 798 k GBP vs. 734 k GBP en 2014. Nous attendons la publication finale du rapport annuel pour évaluer précisément la valeur patrimoniale de l'hôtelier britannique.

Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL

Le bilan du troisième trimestre, clôturé au 29 février, nous montre une valeur patrimoniale stable à 10.14 \$. Le chiffre d'affaires est stable. La perte sur les 9 premiers mois est de -0.51\$ au lieu de -0.68\$. Cette très légère embellie n'est due qu'au change plus favorable par rapport à la même période en 2015.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

Le 20 avril, la société a reçu un avis de délistement de la part de la SEC qui lui notifie qu'elle a jusqu'au 30 octobre 2016 pour que son cours repasse au-dessus de 1\$.

News de nos sociétés

Snoozebox Holding (UK) Ticker : ZZZ.L

Les nouvelles sont clairement mauvaises... Tout d'abord, nous apprenons la démission du CEO, Lorcán Ó Murchú, à peine un an après sa nomination et le nième retour de Chris Errington comme président exécutif intérimaire.

Dans la foulée, la société a publié un « business update » : c'est ainsi que l'on apprend que les résultats 2015 seront encore pires que ce qui avait été annoncé en novembre à l'occasion d'un profit warning. La situation ne semble absolument pas brillante puisque la direction va demander à son créancier principal un réaménagement du plan de remboursement de ses dettes.

Nous attendons le rapport financier pour mettre à jour les données portant sur cette société mais il est clair que nous ne renforcerons certainement pas : outre les incertitudes quant à la continuité des activités, la capitalisation boursière de Snoozebox est à présent sous les 5 millions minimum que nous exigeons.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : SOCFIN

Comme on pouvait s'y attendre suite à l'annonce par la direction de la suspension de versement du dividende, les résultats 2015 de la plantation africaine sont mauvais. Si le chiffre d'affaires est en hausse (exclusivement grâce à l'augmentation des quantités vendues), la perte par action s'élève à 1,28 euros par action.

Selon la direction, cette contre-performance est due à la faiblesse persistante des prix des matières premières (caoutchouc et huile de palme), accentuée pour l'huile de palme par la faiblesse des produits pétroliers qui rendent non compétitif les bio-carburants qui constituent une partie de ses débouchés.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- Au 29 février, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

- 51.04 % d'actions
- 29.81 % d'obligations
- 19.15 % de liquidités ou placements court terme

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

- 53.36% d'actions
- 27.82% d'obligations
- 18.82% de liquidités ou placements court terme

Nous constatons une augmentation de la partie actions de plus de 2%. La direction nous explique avoir investi sur des financières et des pharmaceutiques. Generali, Crédit Agricole, Axa pour le premier groupe et Glaxo, Celgene et Elli Lylli, pour le second. Tandis que des profits partiels ont été pris dans la partie obligataire sur Casino et Telefonica.

Symphony International (Singapour) Ticker :SIHL.L

Le holding asiatique a confirmé la bonne tenue de sa gestion. Depuis son introduction en bourse en 2007, sa valeur intrinsèque a augmenté de 32 %, rendement à comparer avec l'évolution de l'indice MSCI pour l'Asie (- 12 %).

Nous calculons la juste valeur selon les cours actuels des participations cotées à 1,35 USD, ce qui permet d'acquérir des actions moyennant une décote de près de 50 %, assez inexplicable selon nous.

News de nos sociétés

Thalassa Holding (Iles Vierges Britanniques) Ticker : THAL.L

Le 29 avril, le CEO Duncan Soukup a acquis 25 000 actions sur le marché à un cours de 43 pences, et a renouvelé l'opération le 3 mai avec 25 000 actions achetées à un cours de 44 pences. En excluant les actions auto-détenues par la société, il détient 14,98% du capital de Thalassa Holdings.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

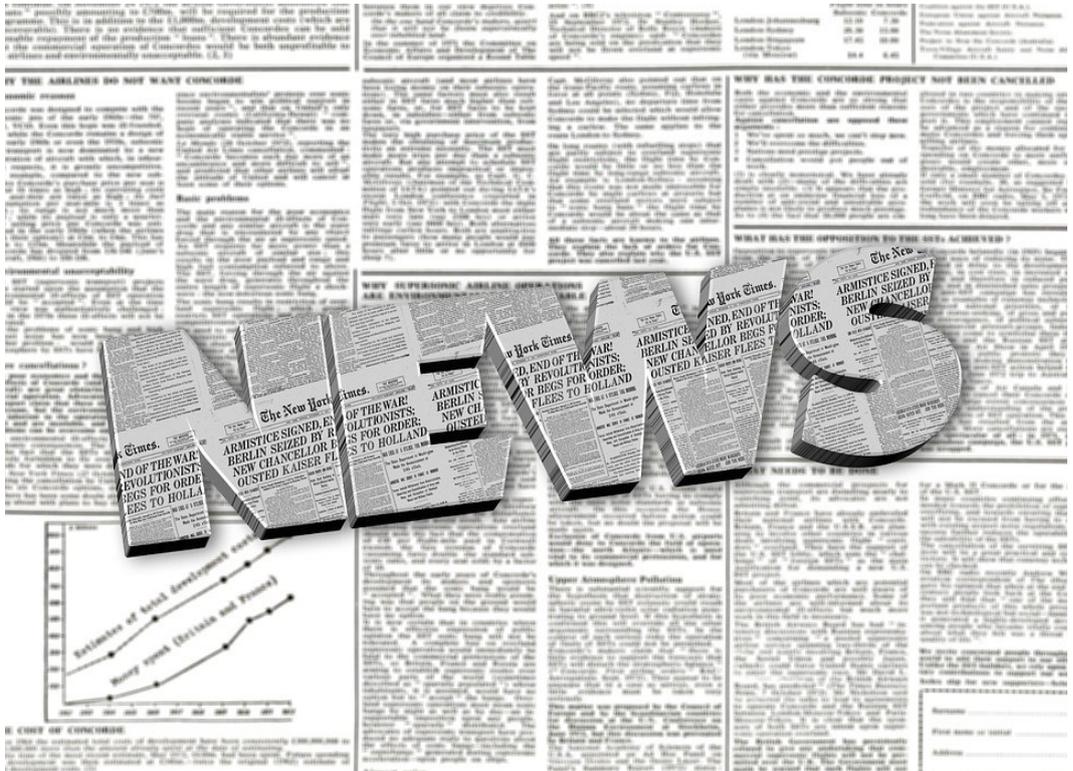
Le rapport annuel est disponible et de bonne facture comme nous vous l'annonçons le mois passé. La VANT est en augmentation à 5.66\$ et la solvabilité se renforce à 104%. La société clôture l'année 2015 avec un profit de 0.09 \$ en hausse de 30% par rapport à 2014. La société possède 3.37\$ de cash pour un cours de 3.82\$.

Viel (France) Ticker : VIL.PA

Avec un résultat par action de 0,44 euros, ce petit conglomérat financier s'échange avec un PER consolidé de moins de 8 !

Le bénéfice par action est essentiellement dépendant des résultats du groupe suisse Compagnie Financière et Tradition, actif dans l'intermédiation financière. Ce dernier a particulièrement bien profité du retour de la volatilité sur les marchés en 2015 puisque, malgré un léger tassement de son chiffre d'affaires, il présente un bénéfice net en hausse de 46 %.

Nous calculons la juste valeur du groupe Viel en fonction des cours de bourse de ses participations à 4,80 euros.



Analyses de société

AuRico Metals Inc.

(OTC, Ticker : ARCTF / ISIN : CA05157J1084)

I. Introduction



AuRico Metals

Comme vous le savez sans doute, lors de l'acquisition par Alamos de la société Aurico, nous avons reçu une minuscule ligne d'actions Aurico Metals.

Bien que nous ayons depuis vendu nos actions Alamos, nous avons conservé cette petite position sans trop lui accorder d'attention au vu de sa taille relative à notre portefeuille.

Néanmoins, nous avons récemment décidé de nous pencher sérieusement sur son cas.

En réalité, Aurico Metals exerce 2 activités qui sont, comme son nom ne l'indique pas, directement dépendantes du métal jaune.

D'une part, la société développe le projet KEMESS qui est un site aurifère situé en Colombie Britannique. Comme vous allez pouvoir le lire par la suite, les coûts d'extraction futurs estimés sont parmi les plus faibles que nous avons rencontrés à ce jour, plus bas encore que « notre » Dundee Precious Metal.

D'autre part, la société détient un portefeuille de « droits à des royalties » sur la production de plusieurs sites aurifères canadiens et australiens.

Dans l'analyse qui suit, nous allons tenter de valoriser ces différents actifs et vérifier si, fidèles à notre approche, il n'y aurait pas moyen « d'obtenir un dollar en n'en déboursant qu'un demi ».

Le 20 avril, nous avons acheté 5 240 Aurico Metals sur l'OTC à un coût de revient, taxes et frais de courtage inclus de 0,708 USD.

II. Le projet KEMESSE

Les études géologiques indiquent que ce site contient des réserves probables pour 1,868 millions d'onces d'or, mais aussi 629,6 millions de livres de cuivre et 6,878 millions d'onces d'argent.

Néanmoins, pour notre estimation, nous allons nous en tenir aux estimations de la direction qui pense extraire 105 000 onces d'or pendant 12 ans, soit, au total, 1,26 millions d'onces.

Comme nous l'avons expliqué en introduction, les coûts futurs d'extraction esti-

Analyses de société

més sont très faibles, parmi les plus faibles que nous ayons rencontrés. La direction les établit à 201 USD l'once (mais laissant sous-entendre qu'une analyse « maison » les fixe encore plus bas).

Cette estimation tient compte évidemment des coûts nécessaires pour extraire l'or mais aussi des « coûts négatifs » que représentent les produits issus de la vente des produits connexes (cuivre et argent).



Comme prix de vente de cette production, nous décidons de prendre notre prix de référence qui est le cours moyen de l'or à 600 jours, amputé d'une marge de sécurité de 30 %, soit 851 USD l'once.

La marge brute moyenne qu'on peut espérer générer sur le site s'établit donc à $1,26 \times (851 - 201)$, soit 819 millions d'USD.

De ce montant brut, il faut déduire les investissements qui seront nécessaires à la mise en exploitation du site (337 millions USD) et à son exploitation proprement dite (115 millions USD).

Sur base de ce calcul, nous estimons le flux de trésorerie brut à $819 - 337 - 115$, soit 367 millions USD. Nous amputons ce montant de 30 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat et divisons par le nombre d'actions en circulation et obtenons, pour le projet KEMESSE, une valeur de **2,11 USD par action** Aurico.

Nous n'ajoutons pas de prime de risque lié à la réglementation ou au risque pays, car le projet se situe au Canada, un pays stable politiquement et plutôt avenant sur l'exploitation minière.

III. Le portefeuille de royalties à percevoir

Nous détaillons ce portefeuille avec les valorisations que nous attribuons à chacun.

Pour cette valorisation, nous tiendrons compte uniquement des réserves prouvées et probables, et avec l'application d'une marge de sécurité de 30 %. Nous appliquerons aussi un prix de vente supposé équivalent à notre prix de référence identifié ci-dessus, soit **851 USD l'once**.

1. Young Davidson

Il s'agit d'un site canadien qui était détenu par Aurico avant son rachat par Alamos. Aurico a néanmoins conservé un droit à des royalties de 1,5 % de sa production. Si les ressources totales sont estimées à 5,643 millions d'onces, nous

Analyses de société

ne tiendrons donc compte que de 70 % des réserves prouvées et probables, soit 2,676 millions d'onces. Nous valorisons donc les royalties à encaisser sur Young Davidson à $2,676 \times 1,5 \% \times 851 \text{ USD}$, soit 34,159 millions USD.

2. Stawell

Il s'agit d'un petit site australien dont les ressources sont estimées à 0,501 millions d'onces. Ici, les royalties ne s'élèvent qu'à 1 % de la production. En ne prenant que 70 % des réserves prouvées et probables, nous retenons 0,127 millions d'onces. La valeur que nous reprenons pour Stawell s'établit donc à $0,127 \times 1 \% \times 851 \text{ USD}$, soit 1,08 millions USD.

3. Fosterville

Fosterville est aussi située en Australie. Ici, les royalties sont fixées à 2 % de la production et les ressources totales sont de 3,158 millions d'onces. Les réserves éligibles à notre estimation sont de 0,216 millions d'onces. Nous valorisons les royalties à encaisser à $0,216 \times 2 \% \times 851 \text{ USD}$, soit 3,67 millions USD.

4. Hemlo – Williams

C'est un site canadien exploité par Barrickgold. Les royalties ne sont que de 0,25 % de la production et les ressources s'établissent à 2,831 millions d'onces. Les réserves prouvées et probables amputées de 30 % se chiffrent à 0,574 millions d'onces. La valeur de cette position dont nous tenons compte est donc de $0,574 \times 851 \times 0,25 \%$, soit 1,221 millions USD.

5. Eagle River

Encore un site canadien octroyant 0,5 % de royalties. Le total des ressources s'élève à 0,346 millions d'onces, dont nous ne retenons que 0,186 millions. Les royalties à encaisser sur cette position sont donc évaluées à $0,186 \times 851 \times 0,5 \%$, soit 0,791 millions USD.

Au total, nous pensons qu'Aurico devrait encaisser pour 40,921 millions USD ou 51,863 millions CAD (à comparer avec une valeur donnée au portefeuille de royalties, dans le rapport financier, de 48,868 millions).

Par action, ce poste représente **0,34 USD par action** Aurico.

IV. Valorisation et conclusions



En fonction de ce qui précède, nous valorisons Aurico Metals à

Kemesse : 2,11 USD

Royalties : 0,34 USD

Analyses de société

Cash disponible : 0,06 USD

Créances commerciales : 0,02 USD

Cash déposé à titre de cautionnement : 0,09 USD

Passif : -0,29 USD

Soit une valorisation de **2,33 CAD**.

Selon nous, l'intérêt de cette société réside sur deux points :

- Ses faibles coûts d'extraction estimés qui, s'ils sont avérés, devraient permettre à la société de particulièrement bien résister en cas de nouvelle correction des cours de l'or ;
- Son portefeuille de royalties qui permettra, sans risque opérationnel, de générer des flux financiers qui permettront à la société de financer une partie des investissements nécessaires à la mise en exploitation de Kemesse.

Soyons cependant conscient que ces flux seront sans doute insuffisants : ils représentent au total à peine 10 % des montants nécessaires à la mise en exploitation du site.

Il est donc probable que des augmentations de capital vont être nécessaires pour mener le projet à bien, à moins qu'Aurico ne décide de revendre Kemesse, comme elle l'avait fait avec Young Davidson pour se contenter de royalties.

Enfin, nous sommes conscients qu'il y a un risque que la société n'obtienne pas les autorisations d'exploiter le site Kemesse.

Néanmoins, nous pensons, au vu des différentes marges de sécurité que nous avons prises, que notre coût d'achat de 0,708 USD tient largement compte de ces incertitudes.

A noter que les actions de la société peuvent également être acquises directement sur la bourse de Toronto (Ticker AMI.TO, ISIN CA05157J1084).



Analyses de société

Pittards plc

(London Stock Exchange, Ticker: PTD.L / ISIN : GB00BHB1XR83)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction

 Pittards PLC est un créateur et fabricant anglais de gants et autres accessoires en cuir depuis 1826. La société a son siège social à Yeovil dans le Sud-Ouest de l'Angleterre et emploie 1 917 personnes.

La société a connu un exercice 2015 difficile tant d'un point de vue opérationnel, que d'un point de vue managérial et qui ont eu pour conséquence de faire plonger son cours de bourse. Néanmoins, comme nous le verrons ci-dessous, le marché ne semble pas faire de distinction dans sa mélancolie, puisque Pittards a continué de réaliser des bénéfices.

Plus d'informations sur la société directement sur [le site institutionnel de l'entreprise](#).

Les chiffres de la présente analyse sont issus du rapport annuel 2015 clôturé au 31 décembre 2015.

Nous avons acquis le vendredi 29 avril 4 000 titres de la société à un prix de revient de 70,78 pences.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 192,53 pences par action et l'ensemble des dettes représente 97,35 pences par action. Après un retraitement de 21,59 pences par action du fait d'une rotation des stocks qui s'est détériorée en 2015, la valeur d'actif net-net calculée est égale à **64,64 pences par action**.

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

La société détient historiquement des immeubles et terrains au Royaume-Uni et en Ethiopie (les biens détenus en Afrique représentent 10% des actifs fonciers du Groupe). Pittards a acquis un immeuble d'une valeur supérieure à 3 M GBP en 2015. En prenant en compte la valeur historique de ces biens avec une marge de sécurité de 20% sur ces montants, nous obtenons **43,60 pences par action**. Ajoutons ce montant à la VANN et la VANE ressort à **108,24 pences**.

Analyses de société

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 poste parmi les actifs qui seront réalisés à moins d'un an est constitué des **stocks**. Dans le calcul de la VANN, plus haut, nous avons ajouté un ajustement pour tenir compte d'une rotation plus faible des stocks qui sont passés de 211 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices à 288 jours en 2015. Ainsi, nous décidons d'appliquer une marge de sécurité « élevée » de 40% sur les stocks, pour ne retenir que **81,53 pences par action**.



Nous passons au **poste client**. Les créances ont été payées en moyenne à 48 jours en 2015, en légère amélioration avec la moyenne des 3 dernières années de 51 jours. Nous choisissons donc de prendre une marge de sécurité de seulement 10% sur ce montant, et nous retenons donc une valeur pour ces créances clients de **26,03 pences par action**.

Le troisième poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie** et placements à **court terme** pour un montant équivalent à **3,49 pences**, que nous reprenons tel quel.

Nous ne tiendrons pas comptes des petits postes constitués des **actifs différés d'impôts** et des **créances fiscales** car leurs montants sont peu significatifs.

Nous passons à présent aux **actifs fixes**. Tout d'abord, nous valorisons les **immeubles** et **terrains** avec une marge de 20%, tels que nous les avons repris dans le calcul de la VANE ci-dessus, c'est-à-dire **43,60 pences** par action.

Concernant le poste **équipements et machines**, nous préférons retenir pour notre calcul seulement 10% de la valeur amortie dans les comptes. Dit autrement, nous prenons une marge de sécurité de 90% sur la valeur nette de ces actifs, soit un montant de **2,25 pences** par action.

Fidèles à notre approche patrimoniale qui valorise les seuls actifs tangibles, nous ne valoriserons pas les **actifs incorporels** comme les **actifs différés d'impôts**.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société ainsi que les intérêts minoritaires) représente **85,52 pences** par action.

En **hors bilan**, nous retrancherons, de la valeur obtenue, 50% de la valeur des **leasing en cours** qui enga-



Analyses de société

gent la société sur les années à venir, soit **1,05 pences** par action.

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

Actif courant

- + Stocks : 81,53
- + Créances clients : 26,03
- + Trésorerie et équivalents : 3,49
- + Actifs d'impôt différé : 0

Actif immobilisé

- + Terrains et immeubles : 43,60
- + Équipements de production : 2,25
- + Actifs d'impôt différé et créances fiscales : 0

Passif

- Total passif : -85,52
- Leasings : -1,05

Ce qui nous donne donc **une VMLV de 70,33 pences par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

La société a réalisé en moyenne un bénéfice opérationnel de 1,25 M GBP sur les cinq derniers exercices. Si nous actualisons ce montant à 12% et que nous ajoutons la trésorerie nette (qui est en réalité une dette nette), et que nous retranchons un impôt forfaitaire de 35%, nous obtenons **une VCB de 18,4 pences par action**.

VI. Conclusions

A notre cours d'achat, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

35% sur la VANE de 108,24 pences

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 173,88 pences) est de : **+146%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 68%.

Ratio technologique = 8%



Analyses de société

La société a réalisé en effet 0,39 M GBP de dépenses de R&D sur les 5 dernières années.

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

Plusieurs éléments expliquent le désamour boursier actuel. Premièrement, il y a bien entendu la faiblesse des résultats. Depuis le point haut de 2013 (plus de 2 M GBP de résultat opérationnel), Pittards publie des résultats en fortes baisses et avec des prévisions dégradées.

La société a procédé à une augmentation de capital début 2015. Ce qui a affaibli la confiance des actionnaires historiques, car la dilution atteint 50% pour les actionnaires qui n'ont pas participé à l'opération.

Enfin, le marché du gant en cuir en déclin en 2015 (expliqué par un hiver 2015 / 2016 trop doux selon le management) et également attendu en retrait pour 2016, expliquent des prévisions de résultat encore moroses. Le 22 février dernier, le directeur financier annonçait ainsi son départ pour la fin de l'exercice.

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

Si les résultats continuent à se dégrader fortement, il se pourrait que la marge de sécurité disparaisse totalement en seulement quelques exercices. La dette financière de près de 7 M GBP pourrait alors aussi poser problème...

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

Même si les résultats sont en fortes baisses, ils ont toujours été positifs. Même en 2015 à 1,1 M GBP, ils sont faibles mais pas catastrophiques. En fait, le marché semble tabler sur des prévisions en très forte baisses pour les exercices à venir. Une bonne nouvelle opérationnelle pourrait contrecarrer le plan de Mr le Marché.

Pour finir, l'augmentation de capital de 2015 qui a permis d'acquérir de nouveaux outils de production et des immeubles au Royaume-Uni, a surtout permis de réduire l'endettement de l'entreprise. La solvabilité ressort en effet à 68%, un niveau qui permettrait à Pittards de tenir le temps d'un trou d'air sur son marché.



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