

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 10
News de nos sociétés	page 12
Analyse de la société Graines Voltz	page 22
Analyse de la société Apollo Education Group, Inc.	page 26
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 39

Edito



Juin 2016. Rapport de gestion

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 7.9574€, en progression de +1.84% sur le mois de mai. Sur l'année 2016, après les 5 premiers mois, notre performance est de +1.00%.

Sur le mois de mai, notre portefeuille a bénéficié d'un change favorable de +1.19%. Sur l'année 2016, après 5 mois, notre portefeuille a subi un change défavorable de -1.28%.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis a progressé sur le mois de mai de +4.02%. Et sur l'année 2016, la performance du MSCI World reste négative à -1.50%.

Avec ce rattrapage de plus de 4%, le marché met fin à une surperformance de 5 mois consécutifs de notre portefeuille qui durait donc depuis décembre 2015, une première depuis novembre 2008, mais ne parvient toujours pas à nous surclasser sur l'année 2016.

Ce mois de mai reste d'une certaine manière chahuté et incertain. En début de mois, l'ensemble du marché, et plus particulièrement le Nasdaq emmené par Apple et ses perspectives mi-figue mi-raisin principalement sur le Chine, était occupé à piquer du nez jusqu'au moment où Warren Buffett sort 1 milliard pour devenir actionnaire d'Apple. Et comme un coup de baguette magique, toutes les perspectives négatives s'évaporent, les colombes blanches sortent du chapeau et s'envolent gracieusement vers le ciel bleu. Et le marché reprend de la hauteur. Comme toujours quand le ciel redevient bleu, c'est l'or qui est débarqué de la nacelle en premier. L'or a donc perdu sur le mois de mai -5.67%.

Edito

Quant au pétrole, cela reste une énigme. Certains spécialistes s'attendaient à le voir refluer de nouveau vers 30\$ vu le déséquilibre persistant entre la surabondance de l'offre et la demande toujours faiblarde, mais le baril c'est apprécié de +6.57% sur le mois.

Mouvements mensuels

Nous avons effectué 4 mouvements au mois de mai, comme le mois passé : 2 achats et 2 ventes.

Comme le mois passé aussi, nous démarrons le mois par une perte. Le 12 **mai 2016**, nous vendons la société luxembourgeoise **Socfinaf** active dans la production d'huile de palme et de caoutchouc, et enregistrons une moins value de - **22.19%**. Nous avons acheté cette société en tant que diversification dans la valeur le 19 mai 2014 pour une somme frais inclus de 3 662.39€, et nous avons encaissé net de frais 2 842.22€ ce 12 mai. Nous avons vendu pour la simple raison que la valeur d'actif net tangible de la société est passée sous le cours après une perte sévère. Comme toujours, nous avons essayé de scanner cet échec par un débat entre nous, afin d'essayer de mieux comprendre le "pourquoi" et aussi voir s'il sera possible à l'avenir d'éviter une perte. Si parfois le débat tourne court car nous n'arrivons pas à extraire la moindre explication tangible, ce ne fut pas le cas avec Socfinaf.

Voici donc les grandes lignes du débat : La première chose, quand nous achetons Socfinaf, c'est bien sûr en fonction de sa décote sur sa valeur d'actif net tangible et donc conformément au *process*. En second, simple considération, nous aimons les entreprises agricoles, car elle nous semblent, d'un point de vue patrimonial, résistantes avec leur collatéral immobilier et plus précisément leurs terrains. Nous n'avons pas d'avis sur l'huile de palme et le caoutchouc, les deux produits principaux des plantations de la société. Et c'est sans doute notre principale erreur, car nous n'avons pas compris la corrélation directe du prix de l'huile de palme et du caoutchouc au prix du pétrole. L'huile de palme entre dans la composition de bio-carburant et le caoutchouc est en concurrence directe avec les monomères et autres produits plastifiant dérivés du pétrole, en un mot le caoutchouc synthétique. Et donc si le pétrole est bon marché, les deux produits agricoles sont impactés négativement. Le nœud du problème nous semble être assez clair. Par contre, comment aborder ce genre d'investissement à l'avenir n'est pas aussi facile que prévu. Considérer cette société agricole comme une parapétrolière, vu sa dépendance directe au prix du pétrole, nous avait semblé être une bonne idée. Mais quand on la creuse, on en est moins certain. Tout d'abord, sur la comparaison en elle même avec une vraie parapétrolière. La parapétrolière qui fournit un service aux compagnies pétrolières, voire du matériel, propose un schéma de dépendance qui nous semble plus clair sans doute parce que plus direct, le prix du pétrole redémarre à la hausse, la prospection et les nouveaux puits font directement redémarrer l'activité des parapétrolières. Cela ne semble pas aussi clair avec une société agricole

Edito

où par exemple le caoutchouc synthétique a gagné des parts de marchés au dépend du caoutchouc naturel. Bien évidemment que si les prix du pétrole repartent à la hausse, le caoutchouc naturel redevient attractif. Mais peut-il regagner d'un seul coup ou très rapidement des parts de marché ? Ensuite, à quel prix du baril de pétrole le caoutchouc naturel redevient-il attractif ? Redevient-il attractif au même prix pour tous les secteurs qui emploient du caoutchouc ? Vous l'aurez compris cher lecteur, nous n'avons pas réponse à tout comme certains investisseurs qui s'autoproclament experts en multi-secteurs et font avec de l'extrêmement complexe du très facile à comprendre. Il n'est pas question pour nous « de nous la jouer », car nous pensons qu'il faut être un expert non seulement du pétrole et de ses produits dérivés, mais aussi de nombreux secteurs qui emploient le caoutchouc pour commencer à pouvoir essayer de comprendre, et nous ne parlons même pas d'avancer une réponse. Comme nous sommes donc conscients qu'il ne nous sera pas possible de sauter l'obstacle, nous essayons de le contourner. Et nous nous posons la question suivante qui dépasse le cadre de Socfinaf : comment déterminer de manière objective la dépendance d'une société à une matière première qui influe directement sur son activité et sur le prix de ses produits ? L'idée était donc de formuler une règle nous permettant de dire a minima si la dépendance est importante, moyenne ou presque nulle. Mais ce n'est pas parce que vous êtes parvenu à contourner un problème que tout est résolu... au contraire. Le nouveau problème que pose cette nouvelle question c'est que finalement toute activité est liée à une matière première, ce qui ouvre un champ immense où les compétences exigées sont encore plus importantes. La seule idée que nous avons retenue pour le moment et que nous jugeons à ce stade intéressante, c'est que la dépendance à la matière première n'est peut-être pas aussi importante que prévu. Ce sont en fait les écarts de prix de cette matière première ou encore la volatilité des prix qui sont importants, une matière première qui a un écart de prix de 10% sur 5 ans ne posera pas les mêmes problèmes qu'une autre matière première ayant des variations de prix de 50% sur 5 ans. C'est sur cette idée que nous sommes pour le moment restés... ayant pour l'instant épuisé nos différentes idées.

Le **20 mai 2016** nous devenons actionnaires de la société française **Graines Voltz** après avoir acheté 165 actions pour la somme de 3 307.32€ frais inclus, soit à un prix unitaire frais inclus de 20.04€. Cet achat pèse 1% de notre portefeuille. Tout d'abord, nous aimons bien l'activité de la société car plusieurs membres de l'équipe ont la main vraiment verte et nous aimons tous la nature, les arbres, les plantes, les fleurs. A l'heure de Snapchat et des licornes de la Silicon Valley, nous ne sommes pas certains qu'une société, qui fabrique des petites graines qui font pousser des « grosses blondes paresseuses » chez vous dans le jardin, soit très « branchouille »... Mais plutôt à l'extrême limite de la ringardise ! Ah oui OK... Un membre de l'équipe demande de préciser à l'intention de ceux qui n'auraient pas la main verte que ce n'est pas la peine de sonner chez Graines Voltz, fébrile et nerveux à l'idée de pouvoir se constituer un harem rapidement dans son jardin, puisque la « Grosse blonde paresseuse » n'est rien d'autre qu'une espèce de laitue ! Un peu comme Pittards le mois passé, nous devons avouer que Graines Voltz n'a pas une activité très sexy, bien que chacun

Edito

soit seul juge. Par contre, sous le capot et plus précisément le compte de résultats, ce n'est pas mal du tout. Enfin, ce n'était pas mal ! Ce que nous avons trouvé intéressant dans cette société, hormis sa valorisation attractive, se compte sur 3 doigts. Le premier : nous comprenons le problème actuel de la société et donc le fait que le marché offre un prix égal aux fonds propres ou à 6 fois les profits. Ce n'est pas forcément parce que l'on comprend mieux le problème d'une société que l'investissement sera un gros gagnant. Nous nous le répétons à chaque fois, la complexité d'une société ne permet pas que l'on ait des certitudes... tout au plus quelques probabilités élevées de ne pas perdre grand chose. Et cela nous semble être le cas ici, avec une belle croissance et une bonne gestion globale sur plusieurs années. Mais des yeux qui commencent à être plus gros que le ventre au niveau acquisition, fragilisant de plus en plus l'édifice sont apparus. Le second : l'analyse que nous vous présentons fait ressortir, du point de vue des 3 membres de l'équipe au regard critique (celui ayant rédigé l'analyse n'ayant pas assez de recul pour donner son avis) une qualité de la direction couplé à une activité finalement dans l'air du temps sur le côté qualité, bio et nature. Et troisièmement, nous avons une société diversifiée sur le plan international active dans 32 pays européens et 15 pays d'Afrique et du Moyen-Orient.

Le **24 mai 2016**, nous achetons la société **Apollo Education Group** et c'est une opération d'arbitrage. Ce n'est pas sur ce genre de coup que nous deviendrons tous millionnaires, mais pourquoi se priver de quelques % de plus value sans grand risque et en quelques mois quand on possède plus de 15% de liquidités qui roupillent sur un livret en attente de prix bradés ? Évidemment, c'est toujours plus compliqué que cela.

La dernière opération du mois a lieu le **31 mai 2016**, lorsque nous vendons la société **STR Holding** avec une perte de - **47.78%**. Voici comment nous avons rédigé les news du mois avant de décider de vendre la société pour non respect de notre *process* : avec ce premier bilan de l'année clôturé au 31 mars 2016, c'est le troisième bilan que nous observons depuis le rachat de la société par les chinois de Zhenfa. Et nous constatons que pour la troisième fois, le chiffre d'affaires est inférieur aux coûts de produits, donc pour la troisième fois nous observons une perte brute qui est plutôt rare. Mais surtout, aucune réaction pour remédier à ce problème sur une période de 9 mois. Nous constatons aussi que depuis ce rachat, la valeur patrimoniale a reculé de 25% et des actifs immobiliers ont été vendus en Malaisie sans trop de détail. Et enfin que la direction chinoise n'a pas réagit à la menace de *délistement* et a donc laissé la société passer d'un marché réglementé à un marché non réglementé... Porte ouverte s'il en est, à toute les dérives possibles.

Toute cette histoire est en fait une première, puisque le 5 août 2014, quand nous achetons STR Holding, nous achetons une société américaine active dans l'énergie solaire et dont le patrimoine immobilier en fait une belle net-estate (la société a été fondée en 1944) et est dirigée par des américains collaborant avec des sociétés chinoises depuis début 2014. Vers la fin 2014, cette société améri-

Edito

caine fusionne avec leurs collaborateurs chinois. A cette occasion, les actionnaires dont nous faisons partie, reçoivent une prime de 0.85 \$ par action après un split de 1:3. Ce n'est qu'ensuite que la détérioration du bilan s'accélère.

Quelle est donc notre erreur ? Pourquoi n'avons-nous pas vendu plus tôt ? Quand la société a annoncé sa fusion avec les chinois par exemple. Nous pensons avoir tout simplement fait preuve de naïveté et de crédulité, en pensant que cette fusion, comme l'expliquait le CEO US, allait renforcer la société. Et nous n'avons pas cru que cette acquisition par les chinois changerait à ce point la donne. Ce n'est donc que trois rapports plus tard, quand la détérioration du bilan a été visible, que nous nous sommes dit que cette société avait glissé en dehors de notre *process* par le simple fait que sa direction était désormais chinoise. En fait, à la question "Achèterions-nous cette société aujourd'hui ?", nous avons répondu "non". La raison : notre *process* ne nous permet pas d'acheter des sociétés chinoises continentales, voire n'importe quelle société enregistrée en dehors de Chine mais dirigée par des chinois continentaux (décision prise en 2011). Nous nous autorisons seulement à acheter les sociétés chinoises de Hong Kong, Taiwan et Macao, et toutes sociétés dirigées par des chinois de ces îles bénéficiant d'une tradition et d'une culture capitaliste. Nous espérons que cela changera dans le futur.

La leçon générée par cette perte sera donc très facile à éviter à l'avenir.

Nous avons acheté STR Holding le 5 août 2014 pour la sommes de 1 689.62€ frais inclus et nous avons encaissé ce 31 mai 77.47€, qu'il faut ajouter aux 804.43€ nets de frais encaissés lors de la fusion le 8 janvier 2015, plus l'arrondi en espèce de 0.46€, soit un total de 882.36€

Le portefeuille en détail

Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme totale de **6 637.55 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **3 732.08 €**

Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme totale de **49 021.15€**

Nous avons vendu pour la somme totale de **48 145.16€**

En fin de mois, les liquidités pèsent 18.03% du portefeuille, et sont en légère diminution par rapport au mois précédent.

Performance par catégorie sur l'année 2016, et en ce mois de mai

1° Diversification Value = +19.25% (sur le mois = +1.30%)

2° Net Net = +1.90% (sur le mois = +4.18%)

3° Net Estate = +1.87% (sur le mois = +3.26%)

4° RAPP = +0.84% (sur le mois = -1.65%)

Edito

Net-Net

Après une remontée de 4.25% en avril, la catégorie net-net progresse de 4.18% ce mois-ci, effaçant non seulement son retard de début d'année (-6.53% en mars), mais passant aussi en zone positive sur l'année et s'installant enfin à la seconde place, derrière la diversification dans la valeur. Les deux sociétés qui ont alimenté la dynamique de la hausse sont **Gravity Corp**, avec une performance de **+26.96%** sur le mois, et **Asian Pacific Wire & Cable** avec un boost de **+22.55%**. Les deux sociétés pèsent plus de 4.55% du portefeuille. A l'inverse, c'est **Emerson Radio** avec **-16.13%** et **CDI Corp** avec **-11.19%** qui signent les plus mauvaises performances de la catégorie. Mais ces deux sociétés pèsent à peine 2% du portefeuille.

Net Estate

La catégorie net-net repasse aussi en zone positive et signe en ce mois de mai sa plus belle progression mensuelle avec +3.26%. Après son gros piquage de nez, **Snooze Box** rebondit de **+56.25%** mais n'est pas l'artisan de la remontée de la catégorie car ne pesant qu'un peu plus de 10% avant son rebond. La catégorie doit donc sa remontée à 4 sociétés. Nos deux pétrolières **Civeo +32.24%** et **Thalassa +18.07%**, mais aussi **Hammond Manufacturing** avec une performance de **+15.74%** sur le mois. Pour les plus mauvaises performances de la catégorie, c'est **Hyduke Energy Service** (une de nos 4 pétrolières) qui recule de **-26.32%** après avoir reculé de -16.18% le mois passé. Avec le dernier rapport que nous commentons dans les News, vous comprendrez que la société est en difficulté mais réagit pas mal selon nous. **Sun Link Health System** recule de **-28.37%** après avoir signé le mois passé la meilleure performance avec +36.76%. C'est plus de 60% de volatilité sur 60 jours, et on le voit qu'il est impératif d'avoir le cœur bien accroché et de rester concentré sur la valeur ! Et pour clôturer, nous notons aussi le recul de **-22.73%** de notre chaîne hôtelière brésilienne **Gafisa SA**.

RAPP

La catégorie signe la plus mauvaise performance du mois, avec un recul de -1.65%. Après un gros -17.03% en avril, la société **Dillard's Inc** réitère sa mauvaise tenue avec **-16.10%**, et la société **Kohl's Corp** recule elle aussi de **-18.65%**. Depuis fin 2015, date de nos deux investissements, le secteur du *retail US* semble souffrir et nous aurions même l'impression que cela va en s'amplifiant, car nous avons d'autres acteurs du secteur dans nos listes. Ce qui nous rassure surtout avec ce secteur du *retail US* c'est son collatéral immobilier. A ces deux performances négatives, aucune autre RAPP ne donne une réplique positive à deux chiffres. La meilleure performance est une nouvelle fois signée par **ADL Partner** avec **+5.60%** sur le mois, après +20.51% le mois passé.

Nous noterons enfin qu'avec nos deux derniers achats, la catégorie RAPP commence à prendre du poids au sein de notre portefeuille avec +7.67% et plus de

Edito

25 000 euros investis sur 8 sociétés.

Diversification Value

Malgré le recul des minières, la catégorie Diversification progresse de 1.30% et reste loin devant avec ses +19.25% depuis le début de l'année. La performance positive est en grande partie l'œuvre de **Sofragi** qui s'apprécie de **+6.98%** sur le mois, répercutant bien cette hausse du marché et des big caps. Les minières sont dans le rouge mais de manière inégale, la palme du recul de la catégorie et de la sous-section minière revient à **Argonaut Gold** qui affiche un recul de **-11.22%**. **Dundee Precius Metal** avec un recul de **-5.73%** et en ligne avec le recul de l'or de **-5.67%**. La plus résistante de nos trois minières est donc **Aurico Gold** avec un recul de **-1.74%**. Malgré la progression du pétrole et à contre courant, la société **Bonheur ASA** signe le second recul de la catégorie avec **-9.48%**. Il se pourrait que la volatilité du secteur pétrolier s'amplifie dans les semaines à venir.

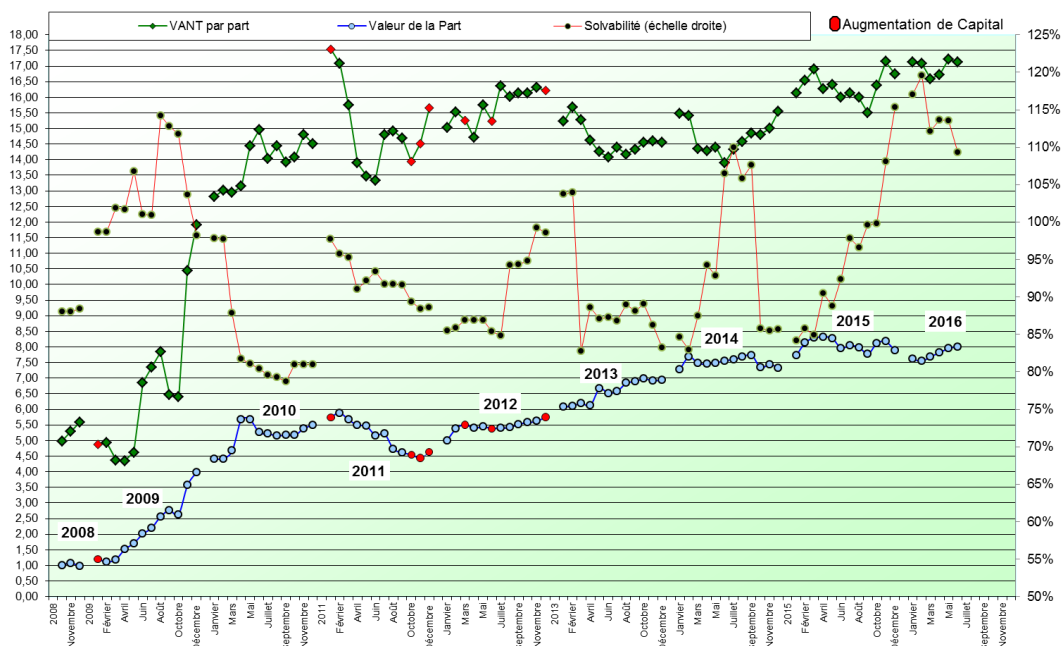
L'équipe des Daubasses



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	
3 juin 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,86 €
Potentiel	114,07%
Solvabilité pondérée	109,30%
3,33% Pondération Max	11.626,80 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	41,02%
Dollar Américain	35,14%
Livre Sterling	16,14%
Dollar Canadien	6,98%
Courone Suédoise	1,04%
Franc Suisse	0,00%
Variation des devises Yield	-2,40%
Nombre de société vendue	125
Gain Moyen	1.712,27 €
Perte Moyenne	- 388,56 €
Société en Gain	84
Société en Perte	38
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,41



Portefeuille

Ci-dessous, une vue de notre portefeuille, ainsi que les ratios et notations des sociétés.

Chacune des sociétés a été notée par les membres de l'Equipe des Daubasses. Deux notations, sur une échelle allant de 0 à 3, sont attribuées à chaque société: le potentiel et le risque.

Plus la note globale est élevée, plus le rapport rendement potentiel/risque nous semble bon. Ainsi, les sociétés avec une note de 6 présentent selon nous le meilleur potentiel avec un risque modéré. Cette cote représente la synthèse des visions subjectives de l'Equipe mais ne vous dispense pas de vous faire votre propre opinion.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	2	2	46%	Trans World Entertainment	528%	1.32%	2	0	2	410%	Avalon	-1%	1.02%
0	2	2	24%	Leeds Group Plc	126%	2.55%	3	1	4	294%	Exacompta - Clairefontaine	6%	2.01%
3	1	4	215%	Vianini Industria	-6%	2.58%	0	3	3	67%	Gevelot	359%	4.09%
0	0	0	27%	Jemtec	-64%	0.24%	3	3	6	169%	Irce	27%	1.11%
0	0	0	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-52%	0.52%	3	2	5	117%	Natuzzi	-30%	1.48%
0	0	0	3%	MBL Group	91%	1.33%	0	3	3	68%	Peel Hotels	180%	4.31%
3	0	3	278%	Asian Pacific Wire & Cable	5%	3.00%	0	3	3	61%	Hammond Manufacturing	88%	1.40%
3	0	3	218%	Deswell Industries Inc	-11%	2.38%	3	1	4	95%	Encre Dubuit	45%	2.65%
0	2	2	69%	Velcan Energy	15%	0.50%	3	1	4	234%	Dover Downs Gaming	8%	1.96%
0	2	2	48%	Norcon Plc	61%	1.96%	1	0	1	92%	I Grandi Viaggi	16%	2.18%
1	1	2	58%	Gravity Corp Ltd	-10%	1.68%	3	1	4	251%	SunLink Health System	-42%	1.07%
3	3	6	204%	Emerson Radio	-51%	0.84%	3	2	5	263%	Signaux Girod	-6%	1.72%
3	1	4	161%	Enteq Upstream Plc	-13%	1.71%	3	3	6	118%	Amrep Corp	22%	1.90%
2	3	5	94%	Richardson Electronics Ltd	-11%	0.84%	3	1	4	307%	Gafisa S.A.	-44%	1.05%
3	1	4	488%	Rubicon Technology Inc	-39%	0.62%	3	1	4	322%	Civeo	15%	2.38%
3	1	4	119%	GigaMedia Ltd	2%	1.01%	2	2	4	97%	Thalassa	17%	2.33%
0	0	0	16%	CDI Corp	34%	1.28%	3	1	4	76%	Hyduke Energy Services	22%	1.00%
							3	1	4	161%	Bernard Loiseau	-4%	0.92%
							3	0	3	329%	Allied Health Care Products	-51%	0.47%
							3	2	5	112%	O2 Micro International Limited	-4%	0.88%
							3	0	3	1230%	Snoozebox Holding Plc	-77%	0.23%
							3	1	4	96%	Melcor Development Ltd	8%	1.05%
							3	0	3	112%	Pittards Plc	16%	1.20%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	102%	Eastern European Property	-26%	0.52%	3	3	6	111%	GEA	4%	0.94%
0	2	2	13%	Luxempart	44%	1.43%	1	2	3	59%	Global Sources Ltd	46%	1.50%
1	1	2	28%	Dundee Precious Metal	-56%	1.34%	0	2	2	68%	FutureFuel	-9%	0.96%
0	2	2	3%	Sofragi	49%	0.92%	1	1	2	47%	ADL Partner	-10%	0.91%
1	3	4	60%	(ADR) First Pacific Ltd	-32%	0.78%	3	1	4	263%	Dillard's Inc	-34%	0.62%
1	3	4	33%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	-2%	1.12%	3	1	4	195%	Kohl's Corporation	-17%	0.81%
0	1	1	14%	Argonaut Gold	-42%	0.76%	3	2	5	264%	Graines Voltz	0%	0.95%
2	0	2	71%	Sprott Ressources Corp	-63%	0.67%	2	2	4	293%	Apollo Education Group	-3%	0.93%
3	1	4	282%	Aurico Metals Inc	12%	1.05%							
1	3	4	53%	Great Eagle Holdings Ltd	24%	1.19%							
2	2	4	49%	Symphony International Holdings L	7%	1.02%							
3	1	4	80%	Bonheur ASA	-31%	0.72%							

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



Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Le conglomérat norvégien a vendu toutes ses actions dans Havfisk et Norway Seafood, ses 2 filiales actives dans la pêche en mer et l'élevage de saumon, filiales qu'Aker détenait depuis plus de 20 ans.

Cette opération renforce ainsi indirectement le poids du secteur « oil and gas » dans son portefeuille de participations. Dans l'agro alimentaire marin, Aker détient encore quelques participations dans la biotechnologie et la pêche du krill.

American Public Education (USA) Ticker : APEI

La société ayant cessé de répondre à nos critères RAPP, nous arrêtons ici son suivi.

Asia Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Comme les différents rapports intermédiaires pouvaient le laisser soupçonner, l'exercice 2015 du fabricant taiwanais de câbles est en perte, de 0,54 USD par action.

La moitié du déficit s'explique par la faiblesse des monnaies locales par rapport à l'USD et qui a créé des pertes de change importantes. La faiblesse des commandes publiques, les difficultés en Thaïlande et la concurrence chinoise expliqueraient l'autre moitié.

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

La société a procédé à une augmentation de capital par le biais d'un placement privé. Cette augmentation de capital aura un impact assez marginal sur le nombre d'actions en circulation puisqu'il représente +/- 1 % du capital. Mais surtout, elle s'est faite avec une prime de 25 % par rapport au cours de bourse. Les résultats du 1er trimestre de la mine d'or ont été présentés avec un bénéfice de 0,03 CAD par action (le triple de l'année précédente). Les coûts d'extraction restent stables à 757 USD l'once, légèrement en dessous des 775 USD que nous utilisons pour notre modèle de valorisation.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Un pas en avant, un pas en arrière. Avec ce premier rapport 2016 clôturé au 31 mars, c'est le tour du pas en arrière pour la VANT qui passe de 10.98\$ à 10.72\$. Pour le compte de résultats, c'est le tour du pas en avant avec des revenus en hausse de 2.79% et une perte nette de -0.24\$ au lieu de -0.27\$ un an plus tôt.

News de nos sociétés

Aviat Network (USA) Ticker : AVNW

Le rapport trimestriel du 3ème trimestre clôturé au 30 avril nous montre une valeur patrimoniale en baisse à 0.98 \$. Les ventes sont en recul de 15%. Le coût des produits est également en baisse de 15%. Et nous notons également une diminution des coûts fixes de 15% qui sont les seuls points permettant de réduire la perte finale à -0.24\$ par action alors que sur la même période 1 an plus tôt, la perte était de -0.37\$ par action.

Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL

Le résultat par action s'est légèrement déprécié au cours du 1er trimestre, à 2,4 NOK. Il s'agit d'un bénéfice pro forma qui tient compte de la fusion avec Ganger Rolf qui est devenue effective début mai. Nous attendons un rapport financier complet pour actualiser la structure du holding et notre modèle de valorisation.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Au premier trimestre 2016 clôturé le 31 mars, la VANT de la société s'établit à 8.40\$. Le chiffre d'affaires a reculé de 45%, le coût des produits est également en recul de 40%. Les frais fixes sont aussi en recul de 22%. La société parvient à garder un EBITDA en zone positive. Mais accuse une perte nette de -0.25 \$ par action.

Le matelas de liquidités de la société a disparu et c'est désormais un crédit « revolving » de 177 millions (1.64\$ / action) qui palie au besoin de la société. Le CEO Bradley Rodson semble confiant pour la suite, en nous expliquant que la société a généré 8 millions de free cash-flow et que l'évolution de la société dans un marché qui reste difficile est conforme au plan de « bataille » mis en place l'année passée. Il ajoute aussi ceci : « *Nous continuons à rechercher activement de nouvelles occasions d'affaires dans l'Ouest canadien, à la fois dans la région des sables bitumineux de l'Alberta et les opportunités liées au Gaz Naturel en Colombie-Britannique. Nous continuons également à augmenter notre efficacité de fonctionnement et essayons d'aligner correctement la taille de notre entreprise par rapport à la demande du marché. Dans la région des Etats-Unis à Bakken Shale, nous avons encore réduit les dépenses d'exploitation afin de réduire les coûts* ».

La bataille est encore loin d'être gagnée, mais nous avons l'impression depuis le début, d'avoir aux commandes une direction compétente qui a pris les décisions importantes au bon moment. C'est plutôt rare et nous tenons à la souligner car c'est un atout non négligeable pour les actionnaires et la victoire finale.

Dover Downs Gaming (USA) Ticker : DDE

Le bilan de premier trimestre ne nous apprend rien de vraiment neuf, le chiffre d'affaires étant en très légère hausse de +0.85% par rapport au premier trimestre 2015. Mais les dépenses sont également en hausse. La perte est infime avec -0.01\$ par action, tout comme l'année passée. Et le CEO Denis Mac Glynn revient une nouvelle fois sur l'importance des négociations des taxations avec l'Etat, qui si elles sont positives, permettraient de faire un plan d'investissement pour les 4 prochaines années. Les négociations annuelles sur la taxation ont lieu en juin.

News de nos sociétés

Nous connaissons la chanson et les paroles par cœur et nous n'avons malheureusement rien d'autre à nous mettre sous la dent.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP.L

La valeur d'actif net communiquée par la société au 31 décembre 2015 ressort à 101,46 pences par action. Au 30 juin 2015, cette valeur était de 99,56 pences. C'est donc une revalorisation de 1,9% sur le deuxième semestre 2015.

La société ne détient plus que 3 biens immobiliers : un bien à Istanbul (Turquie), un autre à Sofia (Bulgarie) et le dernier à Bucarest (Roumanie). Nous attendons patiemment le *process* de liquidation totale. Sans se presser... car le fonds ne doit pas non plus brader ses derniers biens.

Avec la décote actuelle du cours de bourse de plus de 50% (le titre s'échange à 50 pences), nous avons une marge d'erreur de près de 50% sur la valeur des trois immeubles détenus en portefeuille.

First Pacific (Honk Kong) Ticker : FPAFY

Opération « renforcement du bilan » pour First Pacific avec l'entrée au capital d'une de ses filiales (Metro Pacific) d'un nouvel acteur, GT Capital Holding.

Cette entrée se fait simultanément par l'émission de nouvelles actions mais aussi par la cession d'une partie des actions que First Pacific détient.

L'objectif de l'opération est clairement de réduire la dette de First Pacific.

Suite à cette opération, Metro Pacific a acquis 56 % de Global Business Power Corporation, un producteur philippin d'énergie. Après ces opérations, First Pacific reste l'actionnaire majoritaire de Metro Pacific.

Future Fuel (USA) Ticker : FF

L'entreprise active dans la chimie fine et les bio-carburants nous a offert un très beau premier trimestre avec une hausse du bénéfice par action de plus de 25% à 0,24 USD.

C'est l'amélioration de l'environnement législatif portant sur les bio-carburants avec l'introduction de nouveaux crédits d'impôt qui a permis d'arriver à ce résultat. Nous ajustons notre objectif de cours à 18,22 USD

Gafisa ADR (Brésil) Ticker : GFA

Depuis notre dernière valorisation (au 31/12/2015), le taux de change USD / BRL a eu un impact positif sur la VANT de +6,67%. La VANT au 31 mars 2016 progresse ainsi de +5,0% à 4,23 USD par action « ADR » cotée sur le NYSE, malgré des pertes trimestrielles importantes de -53,2 M BRL qui s'expliquent par un ralentissement des ventes, que la réduction des frais généraux n'a pas réussi à compenser. Les plus optimistes noteront tout de même que l'EBITDA reste positif à 15,5 M BRL.

La société se veut confiante. Alors que le titre chute de 22% en mai, elle annonce un quatrième programme de rachat d'actions portant sur 8,2 millions d'actions. A noter que la société détient déjà 10,6 millions de ses propres actions. A l'issue de ce programme, la société auto-détiendrait 5% de son capital. Avec une solvabilité de 50,8% que nous suivons de près, versus 51,2% au 31 décembre 2015. Le programme de rachat d'actions ne viendra pas dégrader la sol-

News de nos sociétés

vabilité de la société, car il sera mis en action uniquement si le ratio dette nette / fonds propres < 60%. Plutôt une bonne nouvelle.

Giga Media Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM

Notre seconde société de jeux en ligne, cette fois de Taiwan, signe un premier trimestre 2016 prometteur, clôturé au 31 mars. Tout d'abord, la valeur patrimoniale est en hausse à 6.04\$. Le chiffre d'affaires est également en hausse de 2.46%, tandis que le coup des produits est en baisse de 23%. Le profit brut a augmenté de 36%, ceci comparé au dernier trimestre de 2015. Si l'on compare au premier trimestre 2015, soit un an plus tôt, le profit brut a presque doublé. Le résultat opérationnel est encore en perte, mais de -0.04\$ comparé à -0.31\$ un an plus tôt sur le même trimestre. La comparaison d'un trimestre sur l'autre du résultat net n'est pas parlante à partir du moment où la société vend, de manière ponctuelle ou en quantité variable, des participations cotées. Elle termine le trimestre avec un profit net de +0.10\$.

Cette embellie est due à la vente du jeu Yume 100 et à Tales Runner à Hong Kong. Cela nous semble une excellente nouvelle.

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Nous vous rappelons, comme nous l'avons noté dans des news précédentes, que la société ne publie plus de données trimestrielles (T1 et T3) « du fait de la cyclicité de ses activités ». Le management expliquant que la publication au trimestre n'apporte pas d'éléments représentatifs de l'activité non linéaire de l'entreprise et qui pourrait fausser l'interprétation de la bonne marche de ses affaires... Par conséquent, nous devons attendre encore quelques mois pour voir ce que la société a dans le ventre avec la publication du rapport semestriel.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

C'est avec un brin d'amertume dans la plume que nous évoquions précédemment le rapport annuel de la société, où l'on constatait une dynamique de perte en décélération, le segment jeux pour mobiles qui restait le seul des segments en progression et surtout le fait que les annonces de la direction de 2014-2015, n'étaient en aucun cas visibles dans le bilan.

Comme toujours avec une Daubasse, c'est quand tout semble embourbé au point de laisser croire que c'est définitif, que le changement pointe du nez et que le réellement mieux surgit.

C'est pour cette raison que nous avons toujours suivi les news de nos sociétés en portefeuille, avant de les partager avec vous. News dont nous avons essayé de définir l'avantage qu'elles peuvent octroyer dans l'édito de la lettre n°52 du mois d'août 2015, en fin de page 4.

N'allez pas croire que nous sommes enthousiastes sur la valeur, ce n'est pas de cela qu'il s'agit. Mais comme nous l'expliquions dans l'édito, ont jailli sur le tableau assez noir quelques pixels blancs, facilement repérables. Il s'agit donc seulement de deux constats chiffrés et d'une réaction peu compréhensible des marchés.

Dans le rapport du premier trimestre 2016, on constate que la dynamique de perte que nous avons repérée dans le rapport annuel se confirme. Mais à pre-

News de nos sociétés

mière vue, il n'y a pas de quoi fouetter un chat, puisque les revenus sont en augmentation de +0.25%. seulement et que les pertes réduites de 30% par rapport au trimestre précédent sont donc principalement dues aux dépenses opérationnelles en recul de 24%. Sur le trimestre, la perte est donc de -0.21\$ au lieu de -0.33\$. La VANT est en léger recul à 7.13\$. Jusque là rien de spécial. Vous savez, si vous nous lisez, que nous aimons aussi observer les 4 segments qui articulent les revenus. Si nous pouvions résumer la situation en quelques mots depuis que nous avons cette société en portefeuille, soit depuis le 13 janvier 2014, et une petite dizaine de rapports financiers, nous le ferions de cette manière. Le segment souscription de jeux en ligne et le segment royalties et commissions sur ces jeux en ligne étaient en 2014, les deux segments qui alimentaient les revenus et ces deux segments n'ont cessé de régresser trimestre après trimestre. Le troisième segment applications et jeux pour téléphones mobiles étaient le seul des trois segments à progresser le plus régulièrement. Et le quatrième segment, le plus léger, « merchandising et autre revenu » a toujours tourné autour de 10% de revenu.

Nous constatons donc dans ce rapport deux changements qui nous semblent importants pour la première fois depuis que nous suivons la société. Le segment souscription de jeux en ligne est en augmentation de 25.82% et le segment royalties et commissions des jeux en ligne est en progression de 34.04%. Il semblerait que ce soit le lancement d'un jeu au Japon qui soit à la base de ces *boosts*. D'un autre côté, le segment applications et jeux pour téléphones mobiles est en recul important de 38%, causé par l'arrêt d'une application pour un client ! C'est là aussi surprenant version négative ! Donc l'un dans l'autre, avec cette hausse de deux segments importants que nous n'avions jamais vue depuis le suivi de Gravity, pratiquement effacée par le recul du segment application pour mobile. Les revenus, comme nous vous le disions plus haut, n'ont progressé que de +0.25%. Un non évènement absolu à première vue...

Et pourtant, le 20 avril 2016, le cours de Gravity était à 3.08\$ et le 24 avril à la sortie de ce rapport, le cours a bondi de 66% à 5.13\$, pour repasser ensuite sous les 5\$ au moment où nous écrivons ces news. Nous connaissons et reconnaissons que les sauts d'humeur de monsieur le marché sont des voies impénétrables, mais avouons qu'un mouvement de 66% du cours sur un détail segment sans incidence visible sur les revenus totaux sont pour le moins étranges.

Y a-t-il quelque chose de bien dans les tuyaux qui n'est pas encore connu, ou est-ce un simple flash de volatilité sans lendemain ? Nous n'en savons rien et nous n'avons aucun élément qui nous permette de formuler une hypothèse. C'est en lisant le prochain rapport que nous comprendrons peut-être un peu mieux la situation que nous venons de vous décrire en espérant a minima que la progression des deux segments jeux en ligne va se poursuivre.

Hammond Manufacturing (Canada) Ticker : HAMM.TO

La petite industrielle canadienne continue de profiter « à plein » de la force de l'USD comparativement au CAD. Le bénéfice du 1er trimestre 2016 a plus que doublé pour s'établir à 0,15 CAD par action.

La direction émet toutefois un avertissement sur les résultats du 2e trimestre qui sera pénalisé par les frais de démarrage de la nouvelle usine.

News de nos sociétés

Hyduke Energy Service (Canada) Ticker : HYD.TO

Le premier trimestre 2016 clôturé en mars n'est pas de très bonne facture. La VANT est en recul à 0.44 CAD par action. Le chiffre d'affaires a été divisé par 2 par rapport à la même période voici 1 an. Mais le plus inquiétant reste le fait que les coûts des produits sont supérieurs au chiffre d'affaires, ce qui génère une marge brut négative. Au final, la perte est de 0.27 CAD par action, soit une perte 9 fois plus importante que voici un an sur la même période.

Que nous dit la direction ? Tout d'abord que les principaux objectifs de Hyduke étaient de réduire les coûts, conserver des liquidités et du fonds de roulement, d'élargir la base de clientèle dans des domaines différents du *core business*, et de maintenir le personnel de base pour être en mesure d'exploiter la reprise quand elle viendra. D'après la direction, ces objectifs d'urgence sont atteints. Le plus intéressant du communiqué vient donc de l'élargissement de la base clients en élargissant l'offre. En fait, au lieu de vendre son produit technologique à un tiers qui va le monter sur le terrain, c'est Hyduke qui travaille désormais directement avec le client final en lui proposant les meilleures solutions d'ingénierie et en montant directement son produit sur le terrain. C'est le moyen qu'a trouvé la direction pour se diversifier dans cette période difficile et nous trouvons que c'est très intéressant.

La direction conclut sur le fait que la reprise du cours du pétrole est un signe encourageant et espère voir se remplir plus rapidement son carnet de commande.

Pour notre part, nous attendons dans les prochains trimestres des chiffres attestant de la véracité de ces explications, même si nous avons également l'impression que la direction est dynamique, compétente et semble capable de gérer les moments difficiles, du moins pour l'instant.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Sur le premier trimestre de l'exercice 2016, le chiffre d'affaires baisse de 16,2%. Cette baisse est à imputer à une baisse des volumes (demandes au ralenti au Brésil comme en Europe) ainsi qu'à une baisse des cours du cuivre. L'EBITDA est en baisse de -0,8 M EUR à 2,45 M EUR. IRCE SPA réussit néanmoins à sortir un petit bénéfice de 0,5 M EUR sur la période.

Du côté des bonnes nouvelles, la dette est en baisse de près de 4 M EUR grâce à une réduction du fonds de roulement.

Au niveau du bilan, la décote sur les fonds propres reste significative avec un ratio VANE de 0,48, un potentiel sur la VANT (en hausse de +1,3% à 4,56 EUR) de +170%. Le bilan semble suffisamment solide pour un passage à vide, avec un ratio de solvabilité de 61,6%.

Ce titre ne rebondira qu'avec des bonnes nouvelles opérationnelles. Pour cette cyclique, cela signifie une amélioration du climat des affaires au Brésil ainsi qu'un marché du câble au rebond au niveau mondial. Des paramètres impossibles à prédire...

J. Smart & Co (UK) Ticker : SMJ.L

Le résultat du 1er semestre 2016 (clôturé le 31/01) est assez stable à 0,93 GBp par action. Mais cette stabilité cache en réalité une bonne tenue globale des

News de nos sociétés

activités : en effet, nous constatons un résultat d'exploitation en hausse de 30 % par rapport à l'année précédente. Ce sont les résultats des sociétés non consolidés qui ont faibli et anéanti cette bonne performance opérationnelle.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

La société continue tranquillement mais sûrement ses achats sur le marché. Elle a ainsi racheté en mai 25 000 de ses propres actions à un cours de 39,75 pences. Un joli discount puisque nous estimons la VANT de la société à 48,87 pences. Après cette opération, Leeds Group détient 13,18% du total des actions constituant son capital.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Le holding luxembourgeois a annoncé avoir à nouveau cédé quelques titres de sa participation historique dans l'opérateur satellites SES.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Les trimestres se suivent et se ressemblent pour notre fabricant italien de meubles, c'est-à-dire que rapports financiers après rapports financiers, nous percevons les indices confirmant que la société est réellement sur la voie du redressement.

Ainsi, dans le rapport du 1er trimestre 2016, si nous constatons un léger tassement des ventes par rapport à l'année dernière (- 1,5 %), nous remarquons aussi les différentes restructurations portent pleinement leurs fruits avec une forte baisse tant des coûts de production que des frais généraux.

Résultat des courses : pour la première fois depuis que nous détenons la société en portefeuille, le résultat d'exploitation est bénéficiaire. Même si des coûts financiers font encore passer symboliquement le résultat final en territoire négatif, nous ne pouvons que constater l'évolution positive de Natuzzi.

Un petit bémol : les difficultés d'un des plus gros revendeurs du groupe pourraient peser sur les résultats du 2e trimestre mais la direction s'attend à rattraper ce contretemps sur le 2e semestre de l'année.

Profire Energy Inc (USA) Ticker : PFIE

Le 13 mai la société a reçu un avis de *délistement*. Elle a donc jusqu'au 9 novembre 2016 pour que son cours soit conforme au règlement, à savoir qu'il soit supérieur à 1\$.

Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL

La société a signé le 19 mai un accord de franchise avec Power Technologies Global Group. Son segment « Technologies micro-onde », en panne de croissance, pourrait repartir de l'avant. C'est donc une très bonne nouvelle de notre point de vue.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

Le rapport du premier trimestre 2016, clôturé le 31 mars, n'est pas de très bonne facture mais il y a pire, la VANT est en baisse à 4\$. Le chiffre d'affaires a été pratiquement divisé par deux et le coût des produits aussi. Les coûts fixes

News de nos sociétés

en baisse de 15% permettent à la société de limiter les dégâts et de présenter une perte inférieure au même trimestre voici un an, soit -0.28\$ par actions au lieu de -0.32\$.

La chanson de Bill Weismann (le CEO de la société) semble déjà connue de nos oreilles affûtées, mais nous la relatons encore une fois, peut-être la dernière, car nous jugeons toujours les ritournelles de ce type extrêmement fragiles face à la réalité des chiffres.

Bill Weismann nous dit donc ceci : « *Nous nous attendons à des augmentations significatives des ventes de PSS de six pouces au cours de cette année en raison de notre capacité de grand diamètre et de notre intégration verticale. Nous travaillons avec diligence pour réduire le coût afin de profiter pleinement de cette opportunité.* » Allez Bill allez, allez Bill alleeeeeez ! Ensuite nous avons droit au chapitre sur le saphir optique et deux technologies nouvelles qui vont entrer effectivement en production : du déjà entendu... Puis nous avons droit aux développeurs de nouvelles applications qui vont certainement déboucher sur de nouveaux produits dans les mois à venir : du déjà entendu... A la décharge de Bill, il signale quand même que l'offre sur le saphir étant toujours en excès, la pression sur les prix reste forte. Ouf tout n'est donc pas encore rose ! Sacré Bill !

Cela dit, si nous observons les chiffres du dernier bilan, la société dispose d'un matelas de cash et d'investissements à court terme de 0.94\$ par action + de l'immobilier au coût d'acquisition 1.15\$... et son endettement n'est que de 0.24 \$ par action. Quand nous faisons le calcul, à un cours de 0.65\$ au moment où nous écrivons ces news, nous avons envie de dire deux choses: tout d'abord que ce cher Bill a le temps, grâce au bilan de sa société, de déployer sa stratégie de développement dans une conjoncture qui semble difficile. Ensuite, ce qui peut paraître osé avec un *délisting* qui pend au nez, que le ratio potentiel / risque nous semble être l'un des plus optimal de notre portefeuille avec du x6 à la clé... Mais comme toujours avec les technos, il faut être conscient que le pendant du possible *multi-bagger*, c'est la perte totale. Il faut donc connaître à l'avance la somme d'euros que vous être disposer à mettre à la poubelle sans le moindre regret, avant d'agir.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

L'horizon du Groupe spécialisé sur la signalétique et dépendante par nature aux budgets des collectivités locales, notamment en France, s'annonçait dans le contexte actuel plutôt morose. Et pourtant, l'activité semestrielle arrêtée au 31 mars 2016 est plutôt rassurante, puisque le CA est en baisse de « seulement » -1,2%. Si l'activité France ralentit effectivement (-4,4%), les activités internationales tirent leur épingle du jeu avec une hausse de +18,1%. Nous attendons impatiemment la publication des comptes semestriels qui devraient être publié d'ici quelques jours pour voir si ces relatives bonnes nouvelles opérationnelles se traduisent dans les résultats comptables (rentabilité et bilan).

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- Au 31 mars 2016, la société offrait une répartition d'actifs suivante : 53.36% d'actions

News de nos sociétés

27.82% d'obligations

18.82% de liquidités ou placements court terme

- Au 30 avril, la société offrait une répartition d'actifs suivante :

53.87 % d'actions

27.55 % d'obligations

18.58 % de liquidités ou placements court terme

Très peu de changements sont à noter dans la répartition du mois d'avril. En % de l'actif net, Air Liquide est toujours la ligne la plus importante du portefeuille et pèse 2.93%, suivi de Linde AG qui pèse 2.39% et de Sanofi qui pèse 2.32%.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Le rapport du troisième trimestre, clôturé au 31 mars, nous montre un bilan qui s'érode doucement avec une VANT en recul à 1.86\$. Dans le compte de résultats, le chiffre d'affaires est en recul de 12%, la compression des coûts fixes est engagée mais encore insuffisante pour faire la différence. La société signe une perte de -1.33\$, contre un gain de +0.06\$ un an plus tôt sur la même période. Si l'on examine les deux segments d'activité, nous observons que le chiffre d'affaires du segment hôpital est en recul de 18%, tandis que le segment pharmacie est en recul de 9%.

Symphony International (Singapour) Ticker :SIHL.L

Une fois n'est pas coutume, le holding a annoncé du mouvement dans son portefeuille ... et une deuxième fois n'est pas coutume, cette acquisition n'est pas purement axée sur l'Asie puisqu'il s'agit de la société Christian Liaigre, une société française active dans le mobilier de grand luxe. La société est active dans 11 pays en Europe mais aussi aux Etats-Unis et en Asie. Il s'agit ici d'un co-investissement aux côtés d'un fonds de *private equity*.

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

Le PDG Duncan Soukup a racheté pour :

- le 3 mai : 25 000 actions à 44 pences ;

- le 4 mai : 25 000 actions à 44 pences.

Et la société, en mai, a effectué les opérations suivantes :

- le 10 mai : 175 000 action à 45 pences ;

- le 12 mai : 50 000 actions à 47,3 pences ;

- le 13 mai : 30 000 actions à 49 pences ;

- et, enfin, le 18 mai : 375 000 actions à 50 pences !

Le programme de rachat d'actions a été bien activé, avec 0,44 M GBP dépensés pour acquérir 948 657 actions à un prix moyen de 45,98 pences par action. Il reste ainsi sur 0,56 M GBP dans le programme de rachat d'actions initial de 1 M GBP.

Au niveau managérial, Francis Smulders (déjà membre du *Board* de Thalassa) va prendre une fonction supplémentaire de membre du *Board* de la filiale WGP Group spécialisée dans l'acquisition et l'exploitation de données sismiques.

News de nos sociétés

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

La société annonce avoir clôturé son premier trimestre 2016 avec un profit de 0.01\$ par action et avoir réalisé des ventes pour 75.7 millions de \$. Les ventes du premier trimestre 2015 étaient de 77.9 millions de \$ et les profits du même trimestre en 2015 étaient également de 0.01\$ par action. En attendant ce premier rapport trimestriel 2016, nous pensons que la nouvelle est plutôt bonne, puisque malgré des ventes en recul de 2.82%, la société est parvenue à maintenir des profits.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

L'activité du T1 2016 est en forte hausse à 5,9 M EUR. Elle a plus que doublé par rapport au T1 2015 du fait de la fourniture de traverses de chemins de fer pour le Réseau Ferré Italien. Ainsi, le résultat opérationnel est positif à +0,6 M EUR. Le carnet de commande de 19,7 M EUR représente environ une année d'activité, avec 30 M EUR en option.

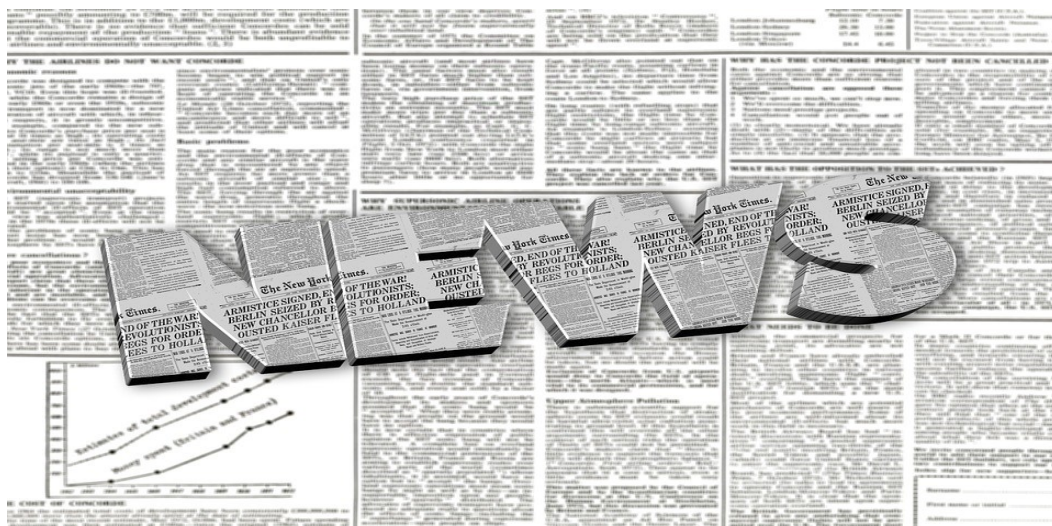
La société a acquis en avril la société Domus Italie SpA (active dans l'immobilier). Cette nouvelle filiale détient 2200 biens résidentiels construits ou en cours de construction à Rome. Le management s'attend à un potentiel de revalorisation sensible de ce parc à l'issue des ventes.

Ce qui est frappant, c'est le montant de l'opération : 90 M EUR. Soit, la quasi totalité de la trésorerie + placement du holding. Egalement, le changement de statut de la société qui devient un acteur majeur dans la construction immobilière potentielle. Puisqu'une Assemblée Générale Extraordinaire devra statuer le 28 juin prochain sur le changement de l'objet social de la société, et la vente de l'activité industrielle historique.

En attendant tous ces changements, nous calculons un objectif de cours à 3,77 EUR en tenant compte des participations dans Generali et Cementir. Le bilan arrêté au 30 juin 2016 nous permettra d'y voir plus clair.

Viel (France) Ticker : VIL.PA

Le conglomérat financier a annoncé un chiffre d'affaires en baisse de 5,8 % pour le 1er trimestre 2016.



Analyses de société

Graines Voltz

(Paris, Ticker : GRVO.PA / ISIN : FR0000065971)

*** Eligible PEA ***

I. Introduction



GRAINES VOLTZ

Graines Voltz est une société française qui distribue et développe des semences et de jeunes plants de fleurs et de légumes.

Elle vend ses produits uniquement par le canal de professionnels (horticulteurs, maraîchers et grandes surfaces).

80 % des ventes sont réalisées en France. Le reste de l'Europe et l'Afrique se partagent l'essentiel du solde.

L'actionnariat est parfaitement contrôlé par la famille Voltz qui dispose d'ailleurs d'un grand nombre de mandats au conseil d'administration.

Depuis plusieurs années, la société s'est lancée dans une politique de croissance externe assez agressive en acquérant des sociétés actives dans le même secteur presque chaque année. Cette politique agressive d'acquisition entraîne le fait qu'une bonne partie des cash flows est consommée mais aussi, et surtout, un niveau d'endettement qui se situe à l'extrême limite de ce que nous tolérons pour effectuer nos achats.

C'est aussi sans doute la principale explication au fait que la société soit cotée à un niveau de prix digne d'être remarqué par nos radars.

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	1.370
n-2	1.370
n-3	1.403
n-4	1.370
n-5	1.370
n-6	1.370
n-7	1.370
n-8	1.370

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les action-

Analyses de société

naires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

Nous observons ici que le nombre d'actions reste parfaitement stable dans le temps. Il n'y a ni augmentation de capital dilutive, ni rachat d'actions relatif.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	38,90%
n-2	36,74%
n-3	36,93%
n-4	36,09%
n-5	33,36%
n-6	35,52%
n-7	40,97%
n-8	37,99%

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Le poids des frais généraux dans le chiffre d'affaires reste stable dans le temps. Nous ne pouvons que constater que la croissance est parfaitement contrôlée et n'entraîne aucun frais de structure supplémentaire.

3. Rotation des stocks

n-1	65,66
n-2	65,09
n-3	53,66
n-4	51,81
n-5	49,91
n-6	26,00
n-7	23,57
n-8	16,35

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

La durée de détention en stock des marchandises a littéralement « explosée » vu qu'elle a été multipliée par 4 ! Nous n'avons pas trouvé d'éléments permettant d'expliquer ce phénomène. Même si les risques d'obsolescence dans ce secteur d'activité sont assez limités et qu'une durée de détention de 65 jours reste acceptable, cette tendance doit nous inciter à la méfiance : les stocks des

Analyses de société

sociétés successivement acquises ne seraient-ils pas composés d'un grand nombre de « rossignols » ?

4. Création de valeur sur 7 années : 258,8 % ou 20,02 % par an

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

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

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est correctement gérée : les frais généraux sont sous contrôle et la croissance s'est accompagnée d'une vraie création de valeur pour les actionnaires. Le niveau des stocks reste le point qu'il faudra surveiller dans le futur et, notamment, vérifier qu'il ne risque pas « l'obésité morbide ».

III. Solidité bilantaire

(nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

1. Ratio courant : 1.69

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

Les actifs courants des Graines Voltz sont largement supérieurs à ses passifs à court terme. La liquidité de la société nous semble donc suffisante sans nécessairement être confortable.

2. Trésorerie nette par action : -13,17 USD

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif de l'ensemble des dettes financières du passif qu'elles soient à long terme ou à court terme.

La trésorerie nette est négative pour cette société, ce qui représente un handicap certain lorsqu'il s'agira de « tenir » en période de mauvaise conjoncture.

Analyses de société

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 8.11

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

Ce ratio nous indique qu'il faut au moins 8 années d'activités « normales » de l'entreprise pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. A première vue, cela semble très élevé. Ce chiffre est néanmoins à relativiser car nous calculons le free cash-flow en amputant celui-ci de tous les investissements, y compris les investissements de croissance. Or, comme nous l'avons vu plus haut, ces derniers ont été particulièrement nombreux et élevés chez Graines Voltz (à noter d'ailleurs que ces acquisitions n'ont pas empêché à l'entreprise de présenter un free cash-flow positif).

Si nous retraitons les free cash-flow du montant des acquisitions externes, le rapport free cash-flow/dette long terme s'établit à 3,28, ce qui est beaucoup plus raisonnable et confortable.

4. Ratio de solvabilité : 42,31 %

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

Ce ratio se situe à l'extrême limite de ce que nous exigeons pour les sociétés dans lesquelles nous investissons. Ce sont évidemment la politique de croissance agressive mais aussi sans doute l'explosion de la valeur du stock qui explique ce phénomène. Nous resterons particulièrement attentifs à la solvabilité de l'entreprise.

Conclusions : La faiblesse du bilan est évidemment le gros point faible de Graines Voltz. Pour notre part, nous aimerions que la direction lève un peu le pied sur la croissance pendant quelques années, le temps de ramener la structure financière à un niveau plus confortable.



Analyses de société

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	3,11
n-2	3,49
n-3	3,28
n-4	1,29
n-5	2,72
n-6	2,02
n-7	0,95
n-8	0,50

Le bénéfice de la société est en forte augmentation dans le temps (un rythme supérieur à 30 % par an). Un vrai rythme de champion !

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	60,97
n-2	66,05
n-3	59,11
n-4	49,99
n-5	46,80
n-6	40,57
n-7	33,88
n-8	29,17

La croissance se marque aussi par l'évolution des ventes mais de manière moins marquée (« seulement » 11 % annuel). Ce qui démontre que la croissance est parfaitement contrôlée et que des économies d'échelle sont sans doute réalisées.

3. Free cash-flow par action

n-1	4,24
n-2	-2,03
n-3	1,40
n-4	0,68
n-5	1,74
n-6	-0,26
n-7	-0,78
n-8	0,88

Analyses de société

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Les importants investissements de croissance ont fortement pesé sur le niveau des free cash-flows qui semblent, en plus, assez erratiques, évoluant au gré des achats de concurrents. Le niveau est donc assez faible puisqu'il a représenté, en moyenne, au cours de ces 8 dernières années, à peine 0,73 euros par action.

Néanmoins, nous vous proposons ci-dessous un 2e tableau qui fait abstraction des différentes acquisitions.

n-1	4,64
n-2	4,41
n-3	3,45
n-4	0,68
n-5	1,75
n-6	-0,18
n-7	0,88
n-8	0,88

Comme vous pouvez le voir, la croissance est alors nettement moins erratique et est presque en ligne avec celle du bénéfice par action puisqu'elle se situe, en moyenne, à 27 % annuellement.

4. Dividende par action

n-1	0,00
n-2	0,00
n-3	0,64
n-4	1,58
n-5	0,97
n-6	0,57
n-7	0,25
n-8	0,22

La société ne distribue plus de dividende depuis deux ans, ce qui nous semble traduire une volonté d'assainir le bilan (de même d'ailleurs que l'absence d'acquisition au cours du dernier exercice comptable).

Analyses de société

5. Marge d'exploitation

n-1	9,10%
n-2	8,12%
n-3	9,15%
n-4	5,46%
n-5	9,07%
n-6	7,11%
n-7	3,63%
n-8	2,81%

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

Nouvelle preuve de la maîtrise de la croissance, le taux de marge d'exploitation a multiplié par plus de 3 en 8 années.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent nous confirmer que Graines Voltz est bel et bien une société de croissance et que cette dernière est parfaitement maîtrisée.

V. Rentabilité

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

1. ROE

n-1	15,50%
n-2	19,60%
n-3	23,75%
n-4	10,18%
n-5	21,11%
n-6	22,59%
n-7	12,76%
n-8	7,35%

Le Return On Equity compare le bénéfice net au fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

Avec un ROI moyen de 16,6 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires est rentabilisé à un taux tout-à-fait satisfaisant. Mais surtout, ici aussi, nous remarquons sa constance dans le temps et le fait que les capitaux investis en croissance externe n'ont pas pesé jusqu'à présent sur la

Analyses de société

rentabilité des fonds propres. Nous avons donc bien affaire à une société qui « compose », c'est-à-dire que l'argent laissé dans l'entreprise sous forme de fonds propres procure bel et bien une rentabilité élevée à ses actionnaires.

2. Rapport free cash flow/dividende

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

En raison de l'absence de paiement de dividende ces 2 dernières années, ce ratio n'est pas vraiment pertinent.

Conclusions : Graines Voltz peut être qualifiée de société rentable.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2015** : 6,6 (PER moyen des 8 dernières années : 7,1)
2. Rendement dividende : 0 %
3. **Price to book 2015** : 1,0 (price-to-book moyen des 8 dernières années : 1,2)
4. **Price Net cash ratio** : -1,56 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. **Objectif de cours** de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul sont purement quantitatifs. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Graines Voltz s'établit à 55,34 euros.

VII. Conclusions

Au cours actuel de 20,50 euros, nous avons la possibilité d'acquérir des actions Graines Voltz avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 170 %.

Investir dans Graines Voltz, c'est investir dans une société dont la croissance importante a été parfaitement gérée par la direction à ce jour, du moins sur le plan du compte de résultat.

Celles-ci maîtrisant la structure de frais, la rentabilité des fonds propres et créant réellement de la valeur.

Analyses de société

La faiblesse et le principal risque résident essentiellement dans la structure bilantaire fragilisée par la politique d'acquisition menée ces dernières années, et une pause serait d'ailleurs la bienvenue le temps de stabiliser l'ensemble. Nous ne doutons pas que la famille Voltz veillera au grain.



Analyses de société

Apollo Education Group, Inc.

(Nasdaq, Ticker: APOL / ISIN : US0376041051)

I. Introduction



La société américaine est spécialisée dans la formation privée sur son campus, et également à distance, via l'Université de Phoenix (Arizona) depuis 1973. Depuis sa création, l'Université de Phoenix a formé plus de 900 000 étudiants.

Apollo Education Group emploie 23 000 personnes, principalement sur le site de Phoenix.

Le rapport de référence utilisé pour nos différents calculs est le rapport semestriel arrêté au 29 février 2016.

Le 24 mai, nous avons achetés 400 actions Apollo Education à un coût de revient de 9,28 USD, taxes et frais de courtage inclus.

II. Gestion

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

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

2015	109,038000
2014	112,610000
2013	113,285000
2012	122,357000
2011	141,750000
2010	152,906000
2009	159,514000
2008	165,870000

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

Le nombre d'actions est en forte baisse car la société a racheté massivement des actions sur le marché pour les annuler. Ainsi, sur 8 ans, la société a réduit de 34,3% ses actions en circulation.

Analyses de société

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2015	29,7%
2014	27,8%
2013	28,0%
2012	23,7%
2011	21,4%
2010	18,8%
2009	31,5%
2008	32,5%

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Les frais généraux étaient sur une tendance légèrement baissière jusqu'en 2011 (plus bas de 21%) et remontent dangereusement depuis cette date à près de 30%.

3. Rotation des stocks

RAS

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

La société n'a pas de stocks du fait de son activité uniquement liée à l'enseignement.

4. Création de valeur sur 8 années : 108,9 %, ou 11,1 % par an

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

La création de valeur est bel et bien là et à un bon niveau.

Conclusions : L'entreprise a généré (par le passé) beaucoup de profits et ils ont été largement retournés au bénéfice des actionnaires via des rachats d'actions. Les frais généraux sont à mettre sous surveillance.

Analyses de société

III. Solidité bilantaire

(nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

1. Ratio courant : 1,34

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

Les actifs courants d'Apollo Education Group couvrent 1,3x les passifs courants. Ce qui signifie qu'il n'y a pas de tension particulière à court terme.

2. Trésorerie nette par action : 7,19 USD

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif, de l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à long ou à court terme.

La société est très largement excédentaire en trésorerie et n'a presque pas de dette financière (moins de 100 M USD). La seule trésorerie nette représente 77 % de la capitalisation boursière actuelle !

3. Rapport free cash-flow moyen /dette long terme : 0,42

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

D'après ce ratio, en 5 mois de free cash-flow (moyenne des 5 derniers exercices), la société peut rembourser l'ensemble des dettes à long terme inscrites au bilan de l'entreprise.

4. Ratio de solvabilité : 91%

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

La solvabilité de l'entreprise est excellente.

Conclusions : Le bilan ne présente aucune faiblesse.

Analyses de société

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

2015	0,22
2014	1,82
2013	2,20
2012	3,41
2011	3,78
2010	3,41
2009	3,75
2008	2,87

Depuis 2013, les bénéfices par action sont en fortes baisses. Et cela s'explique non seulement par une activité en repli mais également par des dépenses de restructurations, de litiges et d'acquisitions en hausse. Un effet ciseau classique : recettes qui ralentissent + charges exceptionnelles en hausse, néfaste.

2. Chiffre d'affaires par action

Si de 2008 à 2012, on remarque nettement les effets positifs du bon niveau de l'activité couplé aux rachats d'actions, depuis 2013, on remarque le ralentissement de l'activité.

3. Free cash-flow par action

2015	1,60
2014	2,03
2013	3,88
2012	5,90
2011	9,62
2010	6,19
2009	2,00
2008	2,96

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Là encore, dans la continuité du bénéfice et du chiffre d'affaires par action, le constat est identique : la société fait face à une période difficile. Néanmoins, à

Analyses de société

9,28 USD par action, c'est encore un multiple de 5,8x le free cash-flow. Ce qui est tout à fait acceptable pour une entreprise en excédent de trésorerie.

4. Dividende par action

RAS

Apollo Education Group ne verse pas de dividendes. Elle privilégie le retour aux actionnaires par le biais des rachats d'actions.

5. Marge d'exploitation

2015	4,5%
2014	11,8%
2013	11,6%
2012	15,9%
2011	20,3%
2010	20,5%
2009	26,2%
2008	23,9%

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

Clairement, les chiffres sont flagrants : nous sommes en crise au niveau des marges. Les charges exceptionnelles et le ralentissement de l'activité jouent à plein leurs effets négatifs.

Conclusions : Nous ne sommes aujourd'hui plus en présence du champion de croissance de jadis. Est-ce un passage à vide avant un mieux ? Quoi qu'il en soit, c'est un point à suivre de très près.



Analyses de société

V. Rentabilité

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

1. ROE

2015	2,1%
2014	17,4%
2013	22,3%
2012	44,9%
2011	43,2%
2010	38,5%
2009	51,7%
2008	57,1%

Le Return On Equity compare le bénéfice net aux fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

Les retours sur fonds propres ont été exceptionnels de 2008 à 2012 (> 40% !), pour devenir bons de 2013 à 2014 (20% et +) et enfin finir « riquiquis » en 2015 à 2,1%.

2. Rapport free cash flow/dividende

RAS

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

La société ne versant pas de dividendes, ce ratio n'a pas d'intérêts.

Conclusions : La rentabilité passée semble révolue. Il ne faut clairement pas acheter ce titre pour sa rentabilité actuelle.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2015 :** 42,2 (PER moyen des 8 dernières années : 15,6)

2. Rendement dividende : RAS (pas de dividende)

Analyses de société

3. **Price to book 2015** : 0,89 (price to book moyen des 8 dernières années : 5,14)

4. **Price Net cash ratio** : 1,30 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus).

5. **Objectif de cours** de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Apollo Education Group s'établit à 36,18 USD.

VII. Conclusions

A notre coût d'achat de 9,28 USD, nous pouvons acheter des actions d'Apollo Education Group avec un potentiel de +289,9 % par rapport à notre objectif théorique (36,18 USD).

Quand on regarde les chiffres, on se dit, « mais on valorise un passé glorieux qui cache en fait un exercice 2015 catastrophique ». Et c'est tout à fait vrai. Nous pensons qu'acheter aujourd'hui des actions d'Apollo Education Group en faisant le pari sur un futur qui se rapprocherait des meilleures années (2008 - 2009 - 2010) est très hasardeux, tellement la rentabilité et la croissance ont été coupées à la serpe.

Nous préférons nous dire que nous avons la possibilité d'acheter un très bon bilan (une trésorerie nette qui représente près de 80% du cours actuel) avec une très belle option sur un retour à la croissance et à la rentabilité. Une autre lecture peut être un arrêt des frais exceptionnels (restructuration, litiges et frais d'acquisition) qui permettraient d'augmenter la marge opérationnelle. C'est un catalyseur possible que nous ne retenons pas.

En fait, le point qui a fait pencher la balance en faveur du bouton « ACHAT » au lieu du bouton « IGNORER » est plus terre-à-terre puisque par deux fois, la société a été l'objet d'une offre d'achat. D'abord le 8 février 2016, une offre de rachat en cash de la part d'un consortium d'investisseurs (Vistria Group, Apollo Global Management et Najafi Companies) à un prix de 9,50 USD et qui a été rejetée faute de quorum atteint lors du vote des actionnaires.

Une nouvelle offre du même consortium le 1er mai dernier, cette fois pour un montant de 10 USD par action en cash, a été validée par la majorité des actionnaires. Et c'est ce dernier élément qui nous pousse à une opération d'arbitrage

Analyses de société

que nous jugeons plutôt favorable. Puisque du côté pile,

1) soit l'offre aboutit bel et bien et nous obtenons un rendement de :
 $10 \text{ USD (prix de l'offre)} / 9,28 \text{ USD (cours actuel)} = 7,8 \% \text{ brut}$ (nous espérons un dénouement en moins d'un an, si l'opération est finalisée dans les 6 prochains mois, le rendement annualisé approcherait alors les 15 %),

Et du côté face,

2), soit l'offre n'aboutit pas et nous serons alors les propriétaires d'une tirelire qui a un potentiel selon notre évaluation maison de +289,9%.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés