

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 11</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 13</a>
Analyse de la société CPH Chemie + Papier Holding AG .....	<a href="#">page 19</a>
Analyse de la société Micron Technology, Inc. ....	<a href="#">page 24</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 32</a>

# Edito



Juillet 2016. Rapport de gestion

## Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 8.0260€, en progression de +0.86% sur le mois de juin. Sur l'année 2016, après les 6 premiers mois de l'année, notre performance est de +1.87%.

Sur le mois de juin, notre portefeuille a bénéficié d'un change défavorable de -0.92%. Sur l'année 2016, après 6 mois, notre portefeuille a subi un change défavorable de -2.15%

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis, a reculé sur le mois de juin de -1.14%. Et sur l'année 2016, sa performance est négative à -2.65%.

L'évènement du mois, vous l'aurez deviné, a été le Brexit... Nous n'allons pas ajouter une analyse détaillée au déluge d'analyses et de délires qui a sévit, et ce n'est pas encore terminé à l'heure où nous écrivons cet édito. Nous avons juste un commentaire à faire. Un simple constat finalement, sur le fait que les prédictions, à l'aide de marc de café, de boule de cristal, de foie de poulet ou encore de sondages, reste une spécialité de fête foraine. Nous avons même pu lire quelques jours avant le résultat, que les marchés savaient déjà, eux, puisqu'ils montaient ! Nous sommes à peu près certains que ce pauvre journaliste avait une connaissance limitée des marchés. Car il est bien connu que si l'on veut gagner un peu d'argent sur les marchés, ils faut le plus souvent faire l'inverse de ce qu'il semble suggérer... et ce Brexit n'échappe pas à cette règle informelle !

Si nous nous en tenons au marché, et à nos observations sur le mois de juin,

# Edito

nous ne voyons pas la moindre trace de cataclysme boursier à l'échelle mondiale, comme annoncé. Notre benchmark, qui est un tracker Monde, est en recul de seulement 1.14%. Nous pouvons juste dire qu'effectivement il y a eu un creux de marché le 24 le 27 juin, d'une dizaine de pourcents, plus particulièrement sur les indices européens, et ensuite une remontée de plus de 7-8% sur les 3 derniers jours du mois.

Le principal impact sur notre portefeuille est dû au change Euro/GBP, puisque le pourcentage de sociétés britanniques pesait 14.30% du portefeuille en euros, avant le Brexit. La livre sterling ayant baissé de +/- 9% face à l'Euro, notre portefeuille a été impacté de -1.12% sur le mois de juin, ce qui n'est jamais amusant mais pas dramatique non plus.

Nous devons une nouvelle fois notre performance à nos minières or (Argonaut Gold s'est par exemple appréciée de +47%) et à des *boost* individuels comme l'anglaise MBL avec +38.37% en livres sterling (+/- 30% en euro) ou encore Gafisa SA avec +24.51%.

Et pour la suite, vous en pensez quoi ? Fidèles aux enseignements value de nos maîtres Benjamin Graham et Walter Schloss, nous avons catégoriquement refusé toute participation à l'institut des hautes études futurologiques de Francfort, nous considérant ignares en la matière et le claironnant sans la moindre honte ou remord. Car nous ne savons toujours pas si le prochain cataclysme sera pour la semaine prochaine ou pour la prochaine décennie. Nous nous contentons simplement d'acheter et de détenir en portefeuille des actifs tangibles soldés par le marché, pour généralement de bonnes raisons à court terme, mais qui valent souvent bien plus à moyen terme. Et nous n'avons pas d'autres idées plus pertinentes que celles-là, en matière d'investissement.

## Mouvements mensuels

Nous avons effectué 4 mouvements au mois de juin : 1 vente et 3 achats.

Le **8 juin**, nous décidons de vendre la société britannique **Norcon Plc** après l'annonce d'un retrait de la cote et d'un rachat partiel des actions en circulation par les actionnaires majoritaires. Pour remettre les choses dans leur contexte, voici une partie de l'email que nous vous avons envoyé :

*La direction a proposé de retirer la société de la cote après avoir soupesé les avantages et les inconvénients d'être une société cotée pour les actionnaires historiques. Ces derniers ont alors proposé de racheter 8 millions d'actions à un prix de 19 Gbx. Et cette résolution sera soumise à un vote à l'assemblée générale extraordinaire convoquée le 29 juin prochain.*

*Pourquoi avons-nous vendu à 18.62Gbx et pas simplement attendu le vote de la résolution pour apporter nos actions à l'offre de 19 Gbx ? Tout simplement parce que nous avons identifié 2 risques potentiels.*

# Edito

*Le premier, c'est qu'avec une somme de 8 millions de rachat d'actions à 19 Gbx, tout le monde ne sera pas servi.*

*Deuxièmement, le 23 juin aura lieu le référendum pour le Brexit. Sans en connaître l'issue, une chute sévère de la livre sterling reste de l'ordre du possible. De 18.62 Gbx à 19 Gbx il y a exactement 2% de différence que nous comparons à une possible perte de change et / ou le fait de se retrouver avec des actions non cotées en portefeuille.*

*Nous avons donc tout naturellement jugé que nous avons beaucoup plus à perdre qu'à gagner en conservant.*

L'explication de cette vente n'est pas destinée à dire que nous sommes les plus forts et avons pris la meilleure décision. Mais plutôt à vous expliquer la difficulté de prendre une décision rationnelle, car oui, cher(e) abonné(e), il y avait plusieurs éléments qui interféraient et poussaient à garder la société en portefeuille jusqu'au 29 juin.

Le premier élément faisant partie des vents « contre-rationnels », c'est à l'annonce de la nouvelle et plus précisément le prix d'achat proposé par les actionnaires majoritaires, soit 19 Gbx. Avec une valeur d'actif net tangible de 27 Gbx, le prix proposé ressemble vraiment à une proposition malhonnête qui vous énerve au plus haut point quand vous avez suivi la valeur depuis presque 3 ans et avez tenté de relier les haut et les bas, du début de la restructuration de fin 2013 à la sortie de l'ornière relatée à partir d'octobre 2015 dans les news (pour mieux comprendre encore, nous vous invitons à relire les news de la société dans la zone premium, les 3 dernières news sont très clairement positives). La frustration engendrée par le prix proposé vient du fait que vous pensez que votre prise de risque n'a pas été récompensée comme il se doit, car vous avez certes un investissement gagnant, mais en fait vous auriez dû avoir un nouveau *bagger*. Comme vous n'avez pas le moindre pouvoir pour changer les choses, vous allez devoir composer avec la réalité et cette réalité vous propose 19 Gbx par action après une assemblée générale extraordinaire qui aura lieu le 29 juin.

Le second élément, c'est que le manque à gagner entre la proposition et la VANT vous pousse à attendre le 29 juin et les 19 Gbx proposés, car une vente sans cette attente vous fera encore perdre un peu, puisque non seulement le cours est sous 19 Gbx mais il y aura en plus le « spread », différentiel de prix entre les offres de vente et d'achat, qui vous grignotera encore quelques pences. Et puis les frais, plus réduits quand on apporte ces actions à une offre de rachat. Et donc encore quelques pences d'envolés si l'on vend avant...

Le troisième et dernier élément des vents contraires, c'est que notre portefeuille n'a pas le moindre besoin de liquidités supplémentaires, vendre donc sous 19 Gbx ne fait pas sens.

Est-ce que ces trois points vous semblent rationnels ? Bien entendu qu'ils sont

# Edito

rationnels et c'est cela le piège qui se déroule devant vous.

Et c'est pour cette raison qu'il faut toujours terminer par quelques questions sur le risque et les probabilités de réalisation dans un contexte plus large pour tenir compte de tous les éléments : qu'est-ce que je gagne et qu'est-ce que je perds si cela se passe d'une manière favorable, qu'est-ce que je gagne ou je perds si cela se passe de manière défavorable ? Qu'elles sont les probabilités les plus élevées : un scénario positif ou négatif ?

La décision doit donc reposer sur tous les éléments à prendre en compte et la situation doit être jugée seulement à l'aune du risque et des probabilités. Et la seule décision rationnelle est celle où vous prenez le moins de risques possible et où les probabilités sont réellement en votre faveur.

Il est alors facile de comprendre dans le cas de Norcon Plc que le gain de 2% sur le cours en plus de la plus-value face à la perte possible, présente une asymétrie en notre défaveur, puisque notre gain est limité à 2% et notre perte inconnue, mais a de très fortes probabilités d'être supérieur à 2% si Brexit et si nous ne parvenons pas à vendre nos actions (scénario à deux composantes le plus défavorable).

Voici donc le cheminement de notre prise de décision sur ce cas précis. Nous avons acheté la société Norcon Plc le 9 juillet 2013 pour la somme de 4 252.03€ frais inclus et nous avons revendu la société le 8 juin 2016 et encaissé net de frais 6 797.75€, soit une plus-value de 59.87% en 1065 jours (soit 3 ans moins 1 mois).

Le lendemain, le **9 juin 2016**, nous renforçons pour la troisième fois **Gafisa SA**, notre promoteur immobilier brésilien côté aux USA (sous forme d'ADR) avec un investissement de 3 500 actions supplémentaires pour une valeur de 3 562.28€ ou 1% du portefeuille. C'est un nouveau cas typique de « ramassage de coupé » qui tombe. Voici les détails de nos trois achats:

- Le 19 décembre 2014, nous achetons à 2.34\$, la VANT est de 5.93\$. Potentiel de 153%.
- Le 8 avril 2015, nous renforçons à 1.44\$, notre prix moyen est de 1.85\$, la VANT est de 4.41\$. Potentiel sur le prix moyen de 139%.
- Le 9 juin 2016, nous renforçons à 1.14\$, notre prix moyen est de 1.52\$, la VANT est de 4.23\$. Potentiel sur le prix moyen de 178%.

Si nous comparons les différents chiffres de notre premier achat et de notre dernier achat, nous constatons que le cours a chuté de -51%, la VANT de -29% et nous avons augmenté notre potentiel de +25%.

Depuis notre premier investissement, la présidente brésilienne Dilma Rousseff



# Edito

a été destituée pour corruption et remplacée par Michel Temer, contesté lui aussi. Même si ce dernier semble sur le papier plus *business friendly*, ce n'est pas un simple changement de personne à la tête de l'État qui sera en mesure de changer la situation difficile du Brésil en quelques mois. Les prochains JO qui débutent dans quelques jours vont sans doute amener de la devise et un peu d'air frais dans l'économie du pays, sans générer trop de dépenses puisque les infrastructures de la Coupe du Monde de football de 2014 vont servir une seconde fois.

Cet investissement renforcé à deux reprises et qui a atteint les 3% du portefeuille à l'achat reste un investissement risqué, principalement parce que le pays est émergent, l'état corrompu et mal géré. Ceci est compensé par le potentiel et le secteur immobilier qui offre des actifs tangibles en retour. Nous avons donc 75 00 actions en portefeuille au prix total frais inclus de 10 113.54 €.

Toujours ce **9 juin 2016**, nous achetons notre 7ème RAPP, une néerlandaise du nom de **Holland Colours NV** œuvrant dans le secteur du pigment, qui injecte de la couleur dans nos vies. Au-delà d'une gestion sérieuse qui transparaît dans les chiffres et que vous avez pu lire dans l'analyse, nous apprécions à sa juste valeur le fait que la société rayonne à l'international avec une structure relativement réduite (400 personnes engagées), mais aussi dans des secteurs variés comme les plastiques, l'alimentaire, la construction et l'électronique. Nous avons donc à l'évidence une petite structure triplement diversifiée au niveau pays, devise forcément, mais aussi secteur. Nous notons enfin, et comme cerise sur le gâteau, le petit côté technologique de certains de ses produits lui permettant de marquer la différence avec la concurrence.

Mais pourquoi une société aussi « haute en couleurs » avec les avantages que nous venons de décrire est-elle proposée à si petit prix, est comme souvent la question que nous posons à l'auteur de l'analyse, même si bien sûr la réponse est déjà dans l'analyse ? Le fait est que la société est quand même de petite taille. L'activité industrielle n'est pas d'un grand sexy à l'heure des « licornes de la Silicon Valley », si nous nous mettons bien entendu à la place du marché. Le capital est quand même assez verrouillé, puisque le flottant n'est que de 23%. Enfin, certains chiffres ne sont pas mauvais sans être exceptionnels, comme par exemple la croissance des fonds propres ou la création de valeur pour l'actionnaire de 10.70% sur 8 ans, ou encore un ROE de 8.01% sur 8 ans.

Nous avons donc acheté 75 actions au prix unitaire frais inclus de 47.83 €, pour la somme de 3 587.07 € frais inclus, représentant 1% du portefeuille. La valeur estimée de cette RAPP est de 99.10€.

C'est un retour partiel sur le secteur du papier que nous avons réalisé le **16 juin 2016** avec l'achat de 115 actions de la société suisse **CPH Chemie und Paper Holding AG**, pour la somme de 3 380.96€ frais inclus, valant 1% du portefeuille. Le prix unitaire, frais inclus par action, est de 31.78 CHF. La valeur d'actif net

# Edito

tangible de la société étant quant à lui de 66.74 CHF. Il s'agit d'une net-estate industrielle assez classique et dont les deux problèmes principaux nous semblent relativement aisés à comprendre. Et pour une fois on comprend aussi relativement aisément comment la société pourrait sortir de la zone « Daubasse » et réaliser à notre plus grand plaisir un « Daubexit »... En résumé, ce qui pousse la société par le bas et la met en difficulté, c'est son secteur papier déficitaire ainsi que la force du Franc Suisse qui ne rend pas ses activités de production en Suisse attractives. Les solutions sont déjà présentes, puisque la société possède deux divisions rentables dans les secteurs de l'emballage et de la chimie. Et est déjà occupée à construire une usine d'emballage en Chine, après avoir acheté une société chinoise active dans le secteur... Il suffirait donc, à moyen terme, de voir augmenter dans le chiffre d'affaires et les profits, les deux secteurs rentables qui vont mécaniquement réduire le secteur papier, pour que la société sorte de l'ornière. Bien évidemment, nettement plus facile à écrire qu'à faire. En plus des nouveaux sites de production dans la division papier qui croissent aux USA et en Allemagne, en dehors de la zone « Franc suisse ». Un affaiblissement de la monnaie helvète pourrait également accroître mécaniquement la compétitivité de la société.

Nous profitons donc avec cet investissement, de l'humeur caractéristique de la pâte à papier et de ses cours erratiques, pour acquérir la société à bon prix, dans une architecture où ce secteur papier pourrait très facilement être réduit à un poids vraiment négligeable. Un très beau collatéral immobilier, dont le siège social situé en Suisse et des sites industriels situés en Allemagne et aux USA, pour une valeur au coût d'acquisition de 67,84 CHF, va nous permettre d'attendre sereinement l'évolution positive du poids des secteurs rentables. C'est évidemment ce collatéral important qui explique, selon nous, que le potentiel n'est que de 110%. Pas mal bien sûr, mais pas détonnant. Cela dit, nous avons le sentiment que le couple risque / potentiel est malgré tout très intéressant.

## Le portefeuille en détail

### Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme totale de **10 530.31 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **6 797.75 €**

### Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme totale de **59 551.46€**

Nous avons vendu pour la somme totale de **54 942.91€**

En fin de mois, les liquidités pèsent 15.68% du portefeuille, et sont en diminution par rapport au mois précédent. D'autant plus que nous avons dû répondre pour la première fois à un retrait d'argent d'un membre de notre club. La date de référence pour la VL de ce mouvement a été fixée au 17 juin et la VL d'une part du portefeuille était à cette date de 8.0020€. Nous avons donc retourné à l'un de nos membres 7 001.75€, équivalent à 875 parts du club.



# Edito

## Performance par catégorie sur l'année 2016, et en ce mois juin

1° Diversification Value = +24.73% (sur le mois = +5.84%)

2° Net Net = +1.58% (sur le mois = -0.32%)

3° Net Estate = +1.46% (sur le mois = -0.41)

4° RAPP = +0.80% (sur le mois = -0.05%)

Petite précision due à la chute de la livre sterling qui fausse quelque peu la lecture du suivi de la performance de ce mois de juin: quand nous présentons la performance par catégorie, le calcul est toujours en euros. Par contre, la performance individuelle des sociétés, sur le mois, est comptabilisée dans la devise, par facilité de calcul mais aussi par le fait que sur un mois la variation du change Euro / devise étrangère, est souvent insignifiante, voire n'a qu'une incidence limitée sur la performance de la société. Une société qui fait +19% dans la devise sur le mois, avec une différence de change de + ou - 0.65%, ne remet pas en cause la performance autour de 20% sur le mois. Mais si la différence de change est de -9%, comme c'est le cas avec la livre sterling, un performance de 19% est réduite à 10% en Euros et dans ce cas la différence de près de 50% due au change ne donne plus une valeur proche de la performance de la société sur le mois. Comme ce cas est plutôt rare, nous allons continuer à présenter la performance par catégorie en Euros et les performances individuelles en devise étrangère. Mais nous tenions quand-même à le préciser, pour ce que cela soit plus clair.

### Net-Net

La dévaluation de la livre sterling a pas mal pesé sur la catégorie qui compte trois sociétés britanniques, pesant 23% : MBL Group, Leeds Plc et Enteq Upstream. Par exemple, on constate que sur le mois **MBL Group** a progressé de **+38.37%** en livres sterling et **Enteq Upstream** de **+4%**. C'est la société **Leeds Group** qui a le plus souffert avec un recul de **-7.59%**. Pour la performance en Euros, il faut soustraire +/-9%. Nous notons aussi qu'après sont +29% du mois passé, **Gravity Ltd** progresse de **+16.54%**. Notre concepteur de jeux coréen a le vent en poupe.

### Net Estate

Les 4 sociétés britannique de la catégorie net-estate pèsent 18%. En livre sterling, un des poids lourds de notre portefeuille, **Peel Hotels**, est en recul de **-1.01%**. **Thalassa** signe une performance négative de **-11.22%**, **Snoozebox** s'apprécie de **+20%** et **Pittards Plc** de **+12.24%**. La meilleure performance de la catégorie est signée par **Gafisa SA** (notre promoteur immo brésilien) avec **+24.51%**. Suivi par **Avalon** avec **+10.95%**. Nous notons aussi le recul de -10.45% de Civeo Corp après sa progression fulgurante des mois de mars, avril et mai.

# Edito

## RAPP

Il n'y a pas grande étincelle dans la catégorie Rapp qui est à l'équilibre, face à l'incertitude du moment. Il n'y a pas de société britannique dans la catégorie. La meilleure performance du mois a été générée par **Global Source Ltd** avec **+6.63%** et la moins bonne par **ADL Partner** avec **- 10.03%**.

## Diversification Value

Notre fond côté britannique **Eastern European Property** est en recul de **-1.49%**. C'est la seule société de la catégorie à être cotée en livres sterling. Nos minières aurifères continuent à rythmer le bal et ce mois-ci c'est **Argonaut Gold** qui signe la meilleure performance avec **+47.51%**, suivi par **Dundee Precious Metal** avec **+16.35%**. La moins bonne performance est signée par la société **Luxem-part** avec un recul de **- 8.96%**. Le fond côté **Sofragi**, composé majoritairement de big caps européennes et d'une partie obligataire, est en recul de **-10.56%**. Mais le fond a payé un dividende de 183.19€ brut au mois de juin que le marché a donc en partie déduit du cours. Le recul est donc uniquement apparent.

Pour terminer, une annonce : le premier semestre 2016 venant de se clôturer, nous allons faire le point sur l'avantage statistique de notre portefeuille par année et ce depuis sa création jusqu'avant la mi-juillet. Nous vous préviendrons par mail quand les tableaux et les commentaires seront disponibles.

Bonnes vacances à tous !

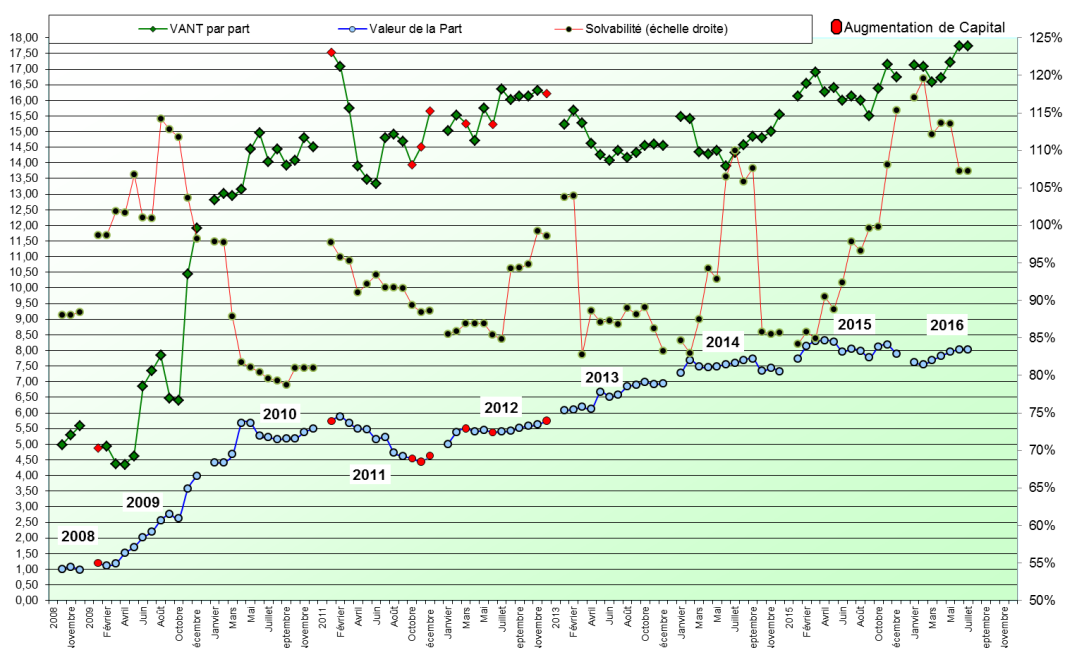
L'équipe des Daubasses



# 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	
30 juin 2016	
Valeur d'une Part	7,88 €
Valeur des Actifs Net Tangible	17,41 €
Potentiel	121,05%
Solvabilité pondérée	107,24%
3,33% Pondération Max	11.427,23 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	39,53%
Dollar Américain	38,03%
Livre Sterling	13,17%
Dollar Canadien	7,60%
Courone Suédoise	1,06%
Franc Suisse	0,96%
Variation des devises Yield	-2,15%
Nombre de société vendue	128
Gain Moyen	1.692,03 €
Perte Moyenne	- 379,46 €
Société en Gain	84
Société en Perte	38
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,46



# 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	51%	Trans World Entertainment	521%	1,33%	2	0	2	360%	Avalon	12%	1,18%
0	1	1	34%	Leeds Group Plc	96%	2,25%	3	2	5	283%	Exacompta - Clairefontaine	9%	2,10%
3	1	4	219%	Vianini Industria	-7%	2,60%	0	3	3	74%	Gevelot	340%	3,99%
0	0	0	32%	Jemtec	-66%	0,23%	3	3	6	169%	Irce	27%	1,13%
0	0	0	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0,54%	3	2	5	130%	Natuzzi	-31%	1,48%
0	0	0	1%	MBL Group	84%	1,30%	0	3	3	70%	Peel Hotels	160%	4,07%
3	0	3	261%	Asian Pacific Wire & Cable	13%	3,27%	0	2	2	60%	Hammond Manufacturing	97%	1,49%
3	0	3	209%	Deswell Industries Inc	-6%	2,54%	3	1	4	100%	Encre Dubuit	41%	2,62%
0	1	1	60%	Velcan Energy	22%	0,54%	3	1	4	250%	Dover Downs Gaming	6%	1,95%
1	1	2	52%	Gravity Corp Ltd	-5%	1,82%	1	0	1	92%	I Grandi Viaggi	16%	2,23%
2	3	5	262%	Emerson Radio	-58%	0,73%	3	1	4	272%	SunLink Health System	-44%	1,05%
3	2	5	151%	Enteq Upstream Plc	-15%	1,69%	3	2	5	248%	Signaux Girod	-5%	1,77%
3	2	5	92%	Richardson Electronics Ltd	-8%	0,88%	2	3	5	91%	Amrep Corp	42%	2,26%
3	1	4	488%	Rubicon Technology Inc	-38%	0,64%	3	1	4	233%	Gafisa S.A.	-15%	2,50%
3	0	3	146%	GigaMedia Ltd	-7%	0,93%	3	1	4	367%	Civeo	7%	2,24%
0	0	0	25%	CDI Corp	27%	1,24%	3	3	6	126%	Thalassa	-4%	1,94%
							3	1	4	91%	Hyduke Energy Services	15%	0,96%
							3	1	4	149%	Bernard Loiseau	0%	0,98%
							3	1	4	328%	Allied Health Care Products	-50%	0,48%
							3	2	5	100%	O2 Micro International Limited	4%	0,97%
							2	0	2	1008%	Snoozebox Holding Plc	-74%	0,26%
							3	1	4	99%	Melcor Development Ltd	9%	1,08%
							3	0	3	108%	Pittards Plc	11%	1,17%
							3	3	6	114%	CPH Chemie und Paper Holding	-2%	0,96%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	2	5	105%	Eastern European Property	-32%	0,49%	3	3	6	111%	GEA	4%	0,96%
0	2	2	24%	Luxempart	31%	1,32%	1	2	3	51%	Global Sources Ltd	57%	1,64%
0	2	2	14%	Dundee Precious Metal	-50%	1,57%	1	2	3	70%	FutureFuel	-8%	0,98%
0	2	2	3%	Sofragi	33%	0,84%	0	1	1	67%	ADL Partner	-21%	0,81%
0	2	2	53%	(ADR ) First Pacific Ltd	-28%	0,85%	3	1	4	269%	Dillard's Inc	-34%	0,64%
1	2	3	28%	(ADR ) Jardine Strategic Ltd	4%	1,21%	3	1	4	210%	Kohl's Corporation	-16%	0,85%
0	1	1	-10%	Argonaut Gold	-25%	1,00%	3	2	5	271%	Graine Voltz	-2%	0,95%
1	0	1	66%	Sprott Ressources Corp	-61%	0,73%	2	2	4	297%	Apollo Education Group	-1%	0,96%
3	1	4	291%	Aurico Metals Inc	12%	1,07%	3	3	6	109%	Holland Colours NV	-1%	1,04%
1	3	4	58%	Great Eagle Holdings Ltd	23%	1,20%							
1	3	4	40%	Symphony International Holdings L	17%	1,13%							
3	1	4	86%	Bonheur ASA	-33%	0,71%							

Vous trouverez la vue classique du portefeuille en Zone Premium, mise à jour de manière hebdomadaire, à l'adresse:

<http://www.daubasses.com/zone-premium/notre-portefeuille-daubasses>

## News de nos sociétés



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

Cette société fait réellement preuve d'hyper activité. Depuis que nous la suivons, nous voyons se succéder les opérations de fusions, d'acquisitions ou de cession à un rythme effréné. Dernière opération en date : la fusion de sa filiale cotée Det Norske Oljeselskap avec « BP Norvège ». Aker restera le plus gros actionnaire de l'entité fusionnée. Cette opération permettra, entre autres, de diminuer le poids de la dette que devait supporter Det Norske Oljeselskap. Par ailleurs, Aker se profile de plus en plus comme un « pure player oil and gas » en injectant 500 millions NOK sous forme d'actions et de prêt convertible dans Solstad, un opérateur disposant d'une flotte de 50 navires actifs dans le soutien au secteur pétrolier off shore. Après cette opération, Aker détiendra 47 % de Solstad.

### **Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO**

La mine d'or a acquis des terrains supplémentaires sur le site de San Agustin. Grâce à cette avancée, la direction prévoit la mise en exploitation du site pour le 3e trimestre 2017.

### **Blur Group (UK) Ticker : BLUR.L**

Le bilan annuel de la société clôturé au 31 décembre n'est pas de très bonne facture, avec une VANT en net recul à 14.39 GBx... et le chiffre d'affaires est en recul de 43%.

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

La filiale spécialisée dans l'aéronautique de CDI - Aerospace & Industrial Equipment (AIE) - a signé un accord de long terme avec le laboratoire californien Lawrence Livermore National Laboratory National Ignition Facility pour fournir des compétences humaines bien spécifiques.



# News de nos sociétés

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

Pour tous nos abonnés qui passeront quelques jours de vacances à Macao cet été et qui auraient dans l'idée de passer au siège de la société Deswell industries, nous signalons que la société a changé d'adresse et occupe depuis le 15 juin un nouveau bâtiment situé au 10B, Edificio, Associação Industrial De Macau, n° 32-36 Rua do Comandante Mata e Oliveira, Macao, Chine.

Si par hasard vos enfants étaient passionnés de tag urbain, auriez-vous l'amabilité de leur demander de ne pas tagguer « Daubasse de mes deux » dans la rue du commandant Olive, car nous serions repérés illico! Mais plutôt de tenter de rester en phase avec l'histoire portugaise de l'île. Merci d'avance à tous !

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

Le titre reprend plus de 2% sur le mois, sur fond d'incertitude sur les marchés liés au Brexit qui ont soutenu le cours de l'or. Et ceci malgré une augmentation de capital de 50 M CAD à un cours de 3,00 CAD auprès d'un panel d'investisseurs. Toute augmentation de capital étant en soit une mauvaise nouvelle, nous nuancerons néanmoins légèrement le propos, car la société a émis des titres à 3,00 CAD, un des points les plus hauts sur les 52 semaines.

Nous préférons tourner notre moulinette de valorisation avec les résultats du premier semestre 2016 attendus fin juillet.

## **Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ.L**

Enteq a connu un exercice extrêmement difficile. Son activité a été divisée par 3 à 6,2 M USD en 1 an. Mais pour faire face aux ralentissements du secteur pétrolier et des investissements des explorateurs, la société a coupé dans les coûts à la serpe. Ses effectifs sont passés de 56 individus à 21 personnes au 31 mars 2016 ! Ainsi, les mesures prises ont permis à Enteq de maintenir ses parts de marché et de préserver sa structure financière avec une trésorerie très largement excédentaire de 15,1 M USD. L'entreprise se dit bien positionnée pour rebondir avec l'ensemble du secteur dès que le ciel s'éclaircira.

Le bilan est en béton armé : la solvabilité ressort à 227%. La VANT est en retrait de -6,5% à 30,47 pences pour un cours de 13,10 pences.

## **GEA (France) Ticker : GEA.PA**

GEA a connu un premier semestre fiscal 2015-2016 mouvementé fortement impacté par une chute de -31,2% de l'activité d'export. « Climat international fortement déprimé », nous dit la direction. Les bénéfices baissent de -30% à 2,85 M EUR. La situation de trésorerie reste solide avec un trésor de guerre de 65,5 M EUR qui ne sera pas utilisé pour quoi que ce soit à part passer la crise sereinement... alors que le carnet de commandes n'appelle pas forcément à une prudence si extrême, puisqu'il atteint 50 M EUR au 31 mars 2016 vs 52 M EUR 1 an auparavant.

Notre objectif de cours RAPP baisse de -4,7% à 161,65 EUR. Soit un potentiel estimé de +100%.



# News de nos sociétés

## Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

De retour d'Assemblée Générale, le communiqué de presse se veut un peu rassurant :

*« L'activité du premier semestre 2016 sera en repli du fait de la baisse d'activité du Secteur Pompes liée au pétrole. Le résultat 2016 du Groupe, devrait néanmoins redevenir positif grâce à l'effet des mesures prises. »*

## Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Mi-juin, le titre a intégré le Russell 3000® Index. Ce qui signifie : plus de visibilité et des acteurs de marchés qui vont potentiellement rechercher d'avantage le papier pour « coller » à leur benchmark. Une petite nouvelle positive.

## Graines Voltz (France) Ticker : GRVO.PA

Fin mai, la société avait annoncé la vente d'une de ses filiales productrice de semences. Cette cession cadre avec la volonté de l'entreprise de se concentrer sur la distribution.

Lors de l'annonce des résultats semestriels, nous avons appris le maintien du chiffre d'affaires mais aussi une baisse de 54 % du bénéfice net. La direction attribue cette contre performance aux mauvaises conditions climatiques mais aussi à la situation économique difficile de ses principaux pays d'exportation. Si nous pouvons comprendre la 1ere partie de l'explication, la seconde nous laisse plus dubitatifs : nous avons quand-même plutôt l'impression que le secteur dans lequel Voltz est active n'est que peu dépendant des cycles économiques.

## Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

C'est de cette manière que nous terminions les news du mois passé :

*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 permet 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.*

Un peu après la publication de la lettre précédente, notre abonné et ami Olivier, investisseur d'une méticulosité hors du commun, nous écrivait un email avec cette information que nous reprenons telle quelle :

*Chère équipe,*

*Re: Hausse du cours de GRVY...*

*Peut-être liée à la réorganisation de Softbank qui s'apprête à sortir de Gungho (60% shareholder of Gravity)... de là à envisager un take-out des minoritaires à Gravity, il n'y a qu'un pas?*

*<http://techcrunch.com/2016/06/06/softbank-is-selling-almost-all-of-its-shares-in-games-firm-gungho-for-685m/>*

*Merci encore pour votre superbe travail. Olivier*

Et notre réponse:

*Merci Olivier pour l'info et bravo pour l'avoir débusquée car c'est vraiment indirect de derrière les fagots! C'est vrai qu'avec 31.5 millions de cash et placements court terme, Gravity reste une belle tirelire qui pour-*

# News de nos sociétés

*rait attiser les convoitises... L'affaire est à suivre, avec un puzzle qui se met petit à petit en place, grâce à vous. Merci.*

Comme vous l'aurez compris, l'affaire est peut-être plus complexe que nous l'imaginions et comme vous pouvez le voir, la Famille Daubasse ce ne sont pas juste des mots.

Nous profitons également de cette nouvelle pour remercier tous les investisseurs abonnés à notre lettre et qui échangent régulièrement avec nous, pour tout ce qu'ils nous offrent : réflexions, informations, relevés d'une erreur ou l'autre, et même dénicher des cibles potentielles. Merci à tous!

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

Après les ventes d'actifs immobiliers aux USA (Sacramento) pour 169,5 M USD que nous vous annonçons il y a 2 mois, la société continue de céder ses actifs américain. Cette fois, il s'agit d'un actif immobilier situé à San Francisco en Californie et qui est cédé pour la somme de 255 M USD. Cette cession est effectuée dans d'excellentes conditions, puisque ce bien est estimé à 225 M USD dans les comptes au 31 décembre 2015. Il permettra de dégager une plus-value. La transaction devrait être effective début août 2016.

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

Et c'est la mêmêmême chansooooon ! Encore un trimestre soporifique : une belle activité, des petites pertes et une grosse tirelire... Nous attendons sans illusion interminablement la distribution du cash qui représente 0,41 CAD par action, pour un cours de 0,31 CAD... avant qu'il ne se fasse siphonner par les managers au fil des trimestres.

## **Kohl's Corporation (USA) Ticker : KSS**

Le premier trimestre de la société clôturé au 30 avril est en recul. Mais un recul qui est limité avec un chiffre d'affaires en baisse de -3.66%. Les revenus opérationnels sont toujours positifs mais en recul de 63% et pourtant les frais fixes sont aussi en recul de 1%. La société déclare un profit de +0.09\$ par action au lieu de +0.63\$ un an plus tôt sur les 3 premier mois de l'année.

## **MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L**

Pas mal d'agitations chez notre petit *retailer* britannique ... Non pas en raison du Brexit, mais plutôt de ce qui ressemble à un « putch » de la part d'un gros actionnaire. « The Allan Family Trust » qui détient 26 % du capital de la société demande la convocation d'une Assemblée Générale extraordinaire afin de « nettoyer » le conseil d'administration de MBL. A noter que 2 autres administrateurs répondant au patronyme « Allan » détiennent à peu près autant d'actions.

A l'ordre du jour, figurent notamment des propositions pour démettre de leur fonction le président mais aussi plusieurs administrateurs.

Entretemps, un certain Keith Staton achète des actions avec la régularité d'un métronome et détient à présent un peu plus de 7 % des droits de vote.

## News de nos sociétés

Nous n'avons aucune idée de ce qui se cache derrière ces manœuvres mais nous espérons que cela aboutira à autre chose qu'un simple « crêpage de chignon ».

### **Melcor Developments Ltd (Canada) Ticker : MRD.TO**

Le 23 juin, par communiqué de presse, nous apprenions le départ du directeur financier Jonathan Chia qui quittera ses fonctions le 25 août 2016 pour voguer vers de nouvelles opportunités. Si a priori ce départ semble anodin, le fait que ce soit le chef des comptes n'est jamais évidente. Mais bien sûr, à plusieurs milliers de kilomètres d'Edmonton, difficile d'en savoir plus... Son adjointe, Naomi Stefura, prendra le rôle de directeur financier par intérim.

### **O2Micro International (USA) Ticker : OIIM**

Daniel Lenehan a été élu en tant que membre du *board* de la société. C'est une expérience de plus de 30 ans dans des sociétés de technologie qui rejoint le board.

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

Avec le rapport annuel de la société clôturé au 31 mars, nous observons que la valeur d'actif net tangible a baissé à 0.81\$ par action et est donc sous le cours de la société qui a repassé la barre des 1 \$. Nous arrêtons le suivi de cette société.

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

Les résultats du premier semestre arrêtés en exercice décalé, au 31 mars 2016, sont moins mauvais que ceux du premier semestre de l'exercice précédent. Certes l'activité est en baisse, mais la perte est réduite de moitié à -1,1 M EUR. C'est surtout l'activité de Signalisation en France qui pénalise le Groupe. Le management s'attend à un deuxième semestre qui « *devrait confirmer la progression des résultats* ».

Au niveau du bilan, la VANT recule de -2,2% à 52,73 EUR, ce qui représente un potentiel de +250% sur le dernier cours de bourse de juin. La solvabilité progresse de +4,1% à 68,1%.

### **Snooze Box Holding (UK) Ticker : ZZZ.L**

Le président du conseil d'administration, fondateur de Snoozebox mais aussi remplaçant intermittent des CEO défaillants, vient d'acheter 2,2 millions d'actions. On peut supposer que ce n'est pas parce qu'il trouve l'action trop chère ... il ne manquerait plus que cela après la dégringolade du cours ! Entretemps, le rapport financier 2015 est enfin disponible ... et il est aussi désastreux qu'annoncé : une perte de 8,91 Gbp par action malgré un doublement du chiffre d'affaires. Mais surtout, la solvabilité de la société qui était excellente ... s'est lamentablement « vautrée » en passant largement sous notre seuil exigé des 40 %, à 16,5 % exactement. Nous décidons donc de vendre cette position comme nous l'impose notre *process*.

# News de nos sociétés

## Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- 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

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

55.86% d'actions

23.91% d'obligations

19.92% de liquidités ou placements court terme

0.31% dépôt de garantie

Dans ce rapport de gestion du mois de mai, nous observons une progression de la partie actions de presque 2% et des liquidités/placement court terme de 1.34%. C'est donc la partie obligataire qui diminue. Nous apprenons aussi qu'à l'occasion de la poursuite de la hausse en Europe, les gestionnaires de Sofragi ont mis en place une position de couverture. Le dépôt de garantie que l'on voit apparaître dans la répartition est évidemment lié à cette couverture. C'est la première fois depuis que nous avons la société en portefeuille (juillet 2012), qu'une couverture est mise en place et c'est intéressant de voir si cette idée de timing sera bénéfique ou pas pour l'actionnaire. Affaire à suivre.

Nous vous informons enfin que le recul du cour du 16 juin est dû au paiement du dividende de 183 euros brut. A notre prix d'achat de 1081€, c'est presque 17% brut !

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

En mai, la société a de nouveau racheté ses propres actions :

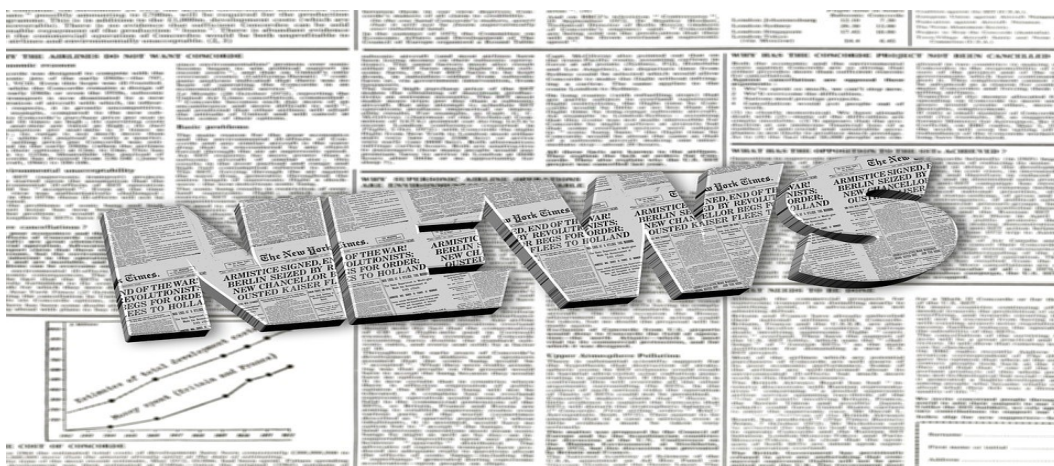
- le 15 juin : 350 000 actions à 48 pences ;

- le 27 juin : 50 000 actions à 43 pences ;

Le programme de rachat d'actions est, à cette date, consommée à hauteur de 626 k GBP, pour un montant maximal de 1 000 k GBP.

## Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Le changement d'objet social et d'activité de la société en promoteur immobilier a été acté. Voyons maintenant dans les prochaines publications financières à venir comment cela se traduit dans les chiffres.



# Analyses de société

## CPH Chemie + Papier Holding AG

(Swiss Exchange, Ticker : CPHN.SW/ ISIN : CH0001624714)

### I. Introduction



CPH Chemie + Papier Holding est une société suisse qui regroupe trois activités (par niveau d'activité décroissant) : papier, emballages et chimie. Créée en 1818, CPH emploie aujourd'hui 858 salariés dans 5 pays sur 3 continents. Ses sites de productions sont localisés en Suisse (3 sites), aux Etats-Unis (2 sites), en Allemagne (1 site) et en Chine (2 sites, en cours d'acquisition / construction). Les ventes sont réalisées à 81% en Europe, 11% en Amérique du Nord et 8% en Asie. La Suisse n'a représenté que 13% des ventes en 2015.

Dans un secteur hyper concurrentiel, CPH essaie depuis des années de maintenir ses parts de marché tout en luttant à armes très inégales, puisque la société doit faire face à un inconvénient de poids dans des métiers déjà à faible marge : le désavantage du change avec un franc suisse qui s'est fortement apprécié récemment. De plus, l'activité papier est dépendante des prix d'une matière première : la pâte à papier.

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

Le 15/06/2016, nous avons acheté 115 actions CPH Chemie + Papier Holding AG à un coût de revient de 31,79 CHF, taxes et frais de courtage inclus.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 31,18 francs suisses par action et l'ensemble des dettes représente 36,89 francs suisses par action. Le passif étant supérieur à l'actif courant, nous ne pouvons donc pas calculer de VANN.

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

La société détient des immeubles et terrains pour ses sites industriels et son siège. En prenant en compte la valeur historique de ces biens avec une marge de sécurité de 20% sur ces montants, nous obtenons **51,92 francs suisses** par action. Ajoutons ce montant à la VANN et la VANE ressort à **46,21 francs suisses**.



# 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 du **poste client**. Les créances ont été payées en moyenne à 57 jours en 2015, en très légère amélioration avec la moyenne des 3 dernières années de 58 jours. Nous choisissons donc de prendre **8,86 francs suisses** par action.



Nous passons aux **stocks**. Leur rotation moyenne sur les 3 derniers exercices a été de 87 jours contre 90 jours en 2015. Nous décidons d'appliquer une marge de sécurité prudente de 30% sur ce poste, pour ne retenir que **6,36 francs suisses** par action.

Le troisième poste de l'actif courant est composé de la **trésorerie** et **placements à court terme**, pour un montant équivalent à **8,87 francs suisses**, que nous reprenons tel quel.

L'actif courant est composé d'autres postes, comme les **autres créances** et des **paiements en avance**.

Nous allons reprendre les montants inscrits au bilan avec une marge de 30%, soit **1,51 francs suisses**.

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 **46,21 francs suisses** par action.

Concernant le poste **équipements** et **machines**, du fait de leur spécialisation notamment sur le business du papier en fort déclin, nous allons retenir seulement 10% de la valeur amortie dans les comptes. C'est en fait une marge de sécurité de 90% sur la valeur nette de ces actifs, soit un montant de **51,92 francs suisses** par action.

Nous avons ensuite tout un tas d'actifs plus ou moins hétéroclites comme une **participation de 10% dans une société dans un incinérateur** qui produit de l'énergie avec les déchets de la papèterie de Perlen (Suisse). Ainsi que des **placements pour assurer la retraite à venir des employés**. Comme il est difficile d'estimer la valeur économique réelle de ces actifs, nous décidons de dégrossir fortement ces postes en coupant la poire en deux, soit une marge de sécurité de 50%. Ils représenteront ainsi un montant équivalent à **2,47 francs suisses** par action.



# Analyses de société

Par conservatisme et au vu du faible montant, nous ne reprenons pas les **taxes payées en avance**. Ce qui augmente quelques peu notre marge de sécurité globale.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société ainsi que les intérêts minoritaires) représente **36,89 francs suisses** par action.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé aucun **engagement financier**, ni **litige** en cours.

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

## Actif courant

- + Créances clients : 8,86
- + Stocks : 6,36
- + Trésorerie et équivalents : 8,87
- + Autres créances + paiement en avance : 1,51

## Actif immobilisé

- + Terrains et immeubles : 51,92
- + Équipements de production : 4,25
- + Autres actifs à long terme : 2,47
- + Taxes payées en avance : 0

## Passif

- Total passif : -36,89



Ce qui nous donne donc une **VMLV de 47,35 francs suisses par action**.

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

La société n'a réalisé qu'un exercice avec une marge opérationnelle positive sur les 5 derniers exercices. Il nous est donc impossible de calculer une marge opérationnelle pour CPH.

## VI. Conclusions

À notre coût d'achat de 31,79 CHF, nous avons obtenu une marge de sécurité de :

- 32% sur la VANE de 46,21 francs suisses
- 34% sur la VMLV de 47,35 francs suisses

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 66,74 francs suisses) est de : **+110%**.

# Analyses de société

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **71%**.

Ratio technologique = 0%

La société réalise bien des dépenses de recherches et développement puisque 16 salariés sont attachés à cette activité à temps plein. Mais nous n'avons aucune donnée financière précise sur les montants consacrés à la R&D car ils sont intégrés aux charges opérationnelles sans être détaillés. Ils sont noyés dans la masse.

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

Comme nous l'avons stipulé dans l'introduction, la société souffre à cause de l'une de ses activités (le papier) qui subit un trend fortement négatif, notamment en Europe. Pour en ajouter une couche, le cours élevé du franc suisse a réduit à néant toute compétitivité de CPH qui a pourtant fortement réduit ses coûts, mais qui n'ont pas suffi à compenser cet élément exogène très important. Les contreperformances dans la papèterie ont des impacts sur les résultats financiers de l'ensemble du Groupe.

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

Si CPH continue à s'obstiner à investir en zone franc suisse dans son activité papier, et si le marché continue fortement son déclin, en quelques exercices, les marges de sécurité sur les actifs pourraient être réduites à néant.

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

En fait, CPH a deux activités rentables, à savoir la chimie et les emballages qui sont tirées par le bas et consolidée par l'activité papier. Elles ne sautent pas aux yeux de l'investisseur qui ne fouille pas les comptes.

La société ne cesse d'investir dans ses 3 métiers et c'est clairement l'activité papier qui tire les résultats du Groupe vers le bas. Les activités chimie et emballage sont en effet des divisions rentables. La situation pourrait s'améliorer en consolidé si dans la division « papier » les surcapacités du marché, notamment européennes, étaient réduites (= des disparitions de concurrents) ainsi qu'un franc suisse qui arrête de s'apprécier, voire qui se déprécie avec pour effet d'augmenter la compétitivité immédiate de l'entreprise. Bien entendu, nous ne maîtrisons aucun de ces deux facteurs.

Enfin, CPH est en train de construire une usine en Chine spécialisée dans les emballages, venant compléter l'acquisition de la société Jiangsu ALSIO Technology (activité chimie) sur le marché porteur chinois. À moyen terme, les objec-

## Analyses de société

tifs (déjà en cours de réalisation) de la société sont multiples et devraient accroître les marges, via : 1. un rééquilibrage des activités, avec une division papier qui devrait voir sa part se réduire ; 2. un développement des capacités de production hors de la suisse pour sortir de la zone « franc suisse » peu concurrentielle sur le plan international (50% actuellement de la production en Suisse), et enfin 3. s'orienter vers des marchés extérieurs à l'Europe pour capter la croissance internationale (notamment Amérique du Nord et Asie).



# Analyses de société

## Micron Technology, Inc.

(Nasdaq, Ticker: MU / ISIN : US5951121038)

### I. Introduction



Micron Technology est une société américaine créée en 1978. Elle est active dans le domaine des semi-conducteurs et des solutions de mémoire permettant le stockage de données, la

mise en réseau et pour les applications mobiles.

Les unités de production sont situées aux Etats-Unis mais aussi en Chine, au Japon, en Malaisie, à Singapour et à Taiwan.

41 % des ventes sont réalisées en Chine, 15,8 % aux USA, 13,8 % à Taiwan et le solde dans le reste du monde (Asie, Europe, Japon).

Par contre, très peu d'investissements sont localisés en Chine (3,1 % des actifs fixes), ce qui tend à nous rassurer quant à la sécurité des outils de production : la toute grosse majorité de ceux-ci se trouvent aux USA, à Singapour et au Japon.

La société est en train de développer, en partenariat avec Intel, un nouveau type de mémoire, la « 3D Xpoint » sur laquelle elle fonde de grands espoirs.

Les résultats des 2 premiers trimestres 2016 s'étant avérés décevants, le cours de la société a plongé, passant d'un plus haut de 36 USD au cours actuel de 12 USD en moins de 18 mois, révélant ainsi aux investisseurs qui l'auraient oublié, toute la cyclicité de l'activité de Micron Technology.

### 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	1.170
n-2	1.198
n-3	1.056
n-4	991
n-5	1.008
n-6	1.051
n-7	801
n-8	773

*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.*

Comme souvent dans les sociétés technologiques, nous observons que le

# Analyses de société

nombre d'actions est en augmentation, de plus de 50 % sur les 8 dernières années.

## 2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	13,67%
n-2	14,12%
n-3	16,37%
n-4	19,07%
n-5	11,41%
n-6	13,26%
n-7	24,53%
n-8	18,44%

*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.*

Même si le ratio est assez volatile, nous constatons que le poids des frais généraux dans le chiffre d'affaires est plus ou moins constant sur la durée. On peut penser que la direction y est attentive.

## 3. Rotation des stocks

n-1	64,75
n-2	67,73
n-3	111,00
n-4	74,85
n-5	94,51
n-6	93,73
n-7	56,11
n-8	67,58

*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.*

Dans une entreprise qui propose des produits potentiellement rapidement obsolètes, une bonne maîtrise des produits en stock est très importante. Ici, comme pour les frais généraux, nous constatons que la vitesse de rotation des stocks est assez erratique mais, finalement, plus ou moins constante sur une longue période.

## 4. Création de valeur sur 7 années : 31,6 % ou 4 % par an

*Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmenta-*

# Analyses de société

*tion 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 relativement faible de création de valeur pour les actionnaires.

**Conclusions** : La relative maîtrise du niveau de frais généraux et du niveau des stocks nous laisse penser que la société est correctement gérée ... mais nous nous interrogeons sur le fait qu'elle le soit dans l'intérêt des actionnaires lorsque l'on considère la forte hausse du nombre d'actions en circulation et le peu de création de valeur à long terme

## **III. Solidité bilantaire**

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

### **1. Ratio courant : 2**

*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.*

Le ratio courant de Micron Technology montre que les actifs à court terme sont deux fois supérieurs aux passifs à court terme, ce qui nous semble constituer une position de liquidité relativement confortable.

### **2. Trésorerie nette par action : -2,12 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.

### **3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 11,6**

*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 11,6 années d'activité « normale » de l'entre-



# Analyses de société

prise pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. C'est relativement élevé sans être totalement indécemment.

## 4. Ratio de solvabilité : 62,5 %

*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 nous semble relativement confortable.

**Conclusions** : La structure bilantaire de l'entreprise nous semble passable même si l'endettement nous semble tout de même relativement élevé eu égard au cash généré.

## IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

### 1. Bénéfice par action

n-1	2,48
n-2	2,54
n-3	1,13
n-4	-1,04
n-5	0,17
n-6	1,76
n-7	-2,29
n-8	-2,09

Le bénéfice de la société est assez erratique et démontre bien le caractère très cyclique des activités.

### 2. Chiffre d'affaires par action

n-1	13,84
n-2	13,65
n-3	8,59
n-4	8,31
n-5	8,72
n-6	8,07
n-7	6,00
n-8	7,56

# Analyses de société

La croissance se marque finalement surtout par l'évolution des ventes. Une hausse constante du chiffre d'affaires sans une hausse de bénéfice : ça nous semble démontrer que la croissance n'est pas vraiment contrôlée.

## 3. Free cash-flow par action

n-1	1,32
n-2	1,70
n-3	0,34
n-4	-0,53
n-5	-0,36
n-6	3,04
n-7	-0,63
n-8	-1,97

*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.*

La cyclicité des activités ressort une fois de plus au travers de l'évolution des free cash flow qui s'avèrent d'ailleurs relativement faibles sur une longue période.

## 4. Dividende par action

n-1	0,00
n-2	0,00
n-3	0,00
n-4	0,00
n-5	0,00
n-6	0,00
n-7	0,00
n-8	0,00

La société ne distribue pas de dividende, ce qui nous semble normal au vu du niveau de free cash flow généré.

# Analyses de société

## 5. Marge d'exploitation

n-1	18,53%
n-2	19,12%
n-3	3,99%
n-4	-7,31%
n-5	8,59%
n-6	18,73%
n-7	-33,67%
n-8	-19,38%

*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.*

Ici aussi, une fois de plus, nous ne pouvons que constater que nous avons affaire à une société active dans un secteur cyclique au point que, certaines années, les ventes ne suffisent pas à couvrir les frais d'exploitation.

**Conclusions** : L'observation des chiffres comptables semblent confirmer que Micron Technology n'est pas une société de croissance malgré la hausse continue du chiffre d'affaires (dû, d'ailleurs, en partie, à une opération de croissance externe) mais plus simplement une société cyclique.

## V. Rentabilité

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

### 1. ROE

n-1	23,57%
n-2	28,30%
n-3	13,02%
n-4	-13,40%
n-5	1,97%
n-6	23,07%
n-7	-39,43%
n-8	-26,21%

*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 ROE moyen de 1,4 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires n'est même pas rentabilisé au coût du capital.

# Analyses de société

## 2. Rapport free cash flow/dividende

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

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

**Conclusions** : Micron Technology ne nous semble clairement pas une entreprise que l'on peut qualifier de rentable.

## V. Valorisation

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

1. PER 2015 : 4,8 (PER moyen des 8 dernières années : 37,7)
2. Rendement dividende : 0 %
3. Price to book 2015 : 1,15 (price-to-book moyen des 8 dernières années : 1,49)
4. Price Net cash ratio : -5,69 (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 Micron Technology s'établit à 27,79 USD.

## VI. Conclusions

Au cours actuel de 12,10 USD, il est possible d'acquérir des actions Micron Technology avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 131 %.

Investir dans Micron Technology, c'est investir dans une société très cyclique : lorsque la demande dépasse l'offre, l'entreprise peut générer des profits exceptionnellement élevés ... mais lorsque l'on se trouve dans la situation inverse, ... eh bien Micron génère des pertes !

Pour gagner de l'argent avec ce type d'entreprise, il faut pouvoir l'acheter dans une période de déprime profonde. Comme vous avez pu le voir dans les tableaux ci-dessus, au cours actuel, Micron Technology cote avec une ristourne de 23 % par rapport à son rapport « price to book » historique.

## Analyses de société

La valorisation actuelle qu'en fait le marché nous semble, pour l'heure, insuffisante pour tenir compte de cette cyclicité mais aussi du risque d'obsolescence technologique de ses produits : cette obsolescence semble très rapide et, lorsqu'un produit est « périmé », il faut un certain temps pour le remplacer par un nouveau produit porteur. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les dépenses en R&D sont relativement importantes.

Nous avons l'intuition que le fameux projet en partenariat avec Intel se situe un peu sur le même plan : s'il n'aboutit pas, les résultats de Micron risquent de rester médiocres pendant plusieurs années. Mais s'il aboutit, Micron aura sans doute des bénéfices plantureux pendant quelques exercices comptables.

Bref, nous conservons précieusement cette société dans notre *watching list* en attendant que Mr Market nous propose un prix un peu plus bradé.



## 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**