

Investir Intelligemment



Sommaire

| | |
|---|-------------------------|
| Edito | page 3 |
| Portefeuille | page 9 |
| News de nos sociétés | page 11 |
| Analyse de la société Ludwig Beck am Rathauseck Textilhaus AG | page 18 |
| Analyse de la société Millennium & Copthorne Hotels plc | page 27 |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | page 36 |

Edito



Août 2016. Rapport de gestion

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 8.26€ en progression de +2.95% sur le mois de juillet. Sur l'année 2016, après 7 mois, notre performance est de +4.88%.

Sur le mois de juillet notre portefeuille a subi un change défavorable de -0.53%. Sur l'année 2016 notre portefeuille subit également un change défavorable de -2.81%.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividende réinvesti, a progressé sur le mois de Juillet de +3.48%. Avec un dividende inclus payée en juillet et pesant 1.64% dans la performance.

Sur l'année 2016, sa performance redevient positive à +0.76%.

C'est donc le 5ème mois consécutif de performance positive que notre portefeuille signe en ce mois de juillet et si l'on exclut le dividende de notre benchmark, nous le devançons de plus de 1% sur le mois.

Ce premier mois de vacance se clôture dans une certaine euphorie, tout va beaucoup mieux. L'horrible Brexit ne sera définitivement pas cataclysmique, malgré les analyses des spécialistes allant tous dans ce sens le mois passé, ouf. Les banques italiennes vont devoir être renflouées... Par qui ? On trouvera, pas d'inquiétude. L'Espagne et le Portugal ne seront pas sanctionnés pour leurs déficits publics. Logique puisque aucun état européen ne respecte cette règle de déficit qu'ils ont seulement illustré d'une signature du ministre de passage de l'époque. Le Japon s'apprête à lancer un Xème plan de relance économique. Les

Edito

Pokémons du monde entier y croient déjà très forts... Le pays du soleil couchant va redevenir très vite celui du soleil levant. Et enfin, les taux négatifs ne font plus peur à personne, c'est enfin entré dans les mœurs économiques. Et plus le moindre spécialistes, pour qui le futur n'a pas de secret, n'est près à perdre son temps pour expliquer en langage simple et compréhensible sur quoi débouchera le délire onirique à haute toxicité d'une banque centrale et de ces poisons pilotes !

En fait, d'après les quelques analystes sérieux que nous lisons de temps à autres, tout ira pour le mieux, dans le meilleur des mondes, même en marchant sur la tête tant que les banques centrales alimenteront la fête avec plein de confettis. Ce qui est déjà synonyme dans le jargon économique avancé, de billet de banque, du papier léger pour les canons à soufflerie des chars à confettis du prochain carnaval... et des bonnes grosses bières aux petites bulles tellement agréables quand il fait chaud, qu'il est certain qu'elles deviendront un jour de très grosses et très méchantes bulles, dont l'éclatement ne fera pas que des heureux. En attendant, on ne va pas poursuivre dans ce dédale glauque si féroce et sans la moindre pitié que certains appellent « l'implacable réalité ». Nous avons donc décidé de ne pas vous gâcher la seconde partie de vos vacances avec un futur aussi peu radieux. Parlons donc de notre performance positive du mois. Et pour que la fête continue sans stress, que la mer se retire ou pas : mettez des bretelles à votre maillot !

Malgré une once d'or qui n'a pas réussi à dépasser 1 400\$, nos minières juniors tirent une nouvelle fois notre portefeuille vers le haut avec **Dundee**, principalement, qui s'apprécie de +28% sur le mois. Ce qui est le plus fou et c'est bien là que l'on voit que le marché joue toujours fortement avec les nerfs des investisseurs, les testant pour tenter la rupture psychologique. En février, nous nous sommes demandés, si après avoir réalisé des renforcements trop rapides, erreur que nous avons déjà relevée et présentée dans un édito, nous ne nous étions pas trompés sur toute la ligne avec cette minière. Car nous ne comprenions pas pourquoi le cours de Dundee restait amorphe alors que le cours de l'or prenait 15%, du 7 janvier au 11 février 2016, avec en plus l'effet de levier lié aux mines d'or juniors. Depuis lors, et sur l'ensemble de l'année 2016, le cours de Dundee Precious Metal a été multiplié par 3 et affiche 207%, puisqu'il clôturait l'année 2015 à 1.28\$. Bon, après la chute, ce n'est encore qu'un rattrapage partiel puisque notre prix moyen d'achat est de 5.75\$. Mais cette performance de notre minière « préférée » pèse +/- 1.40% de la performance de notre portefeuille en 2016.

Pour rester dans les minières, notre dernier achat **Aurico Gold** s'apprécie de 16% aussi sur le mois. Et puis, comme toujours, nous avons les valeurs individuels qui font la différence, comme **Great Eagle Holdings**, **CPH Chemie und Paper Holding**, **Amrep** ou encore **Richardson Electronics**.

Côté pétrole, le cours du baril de brut WTI est passé sur le mois de 48\$ à 41\$ soit un recul de -15%. De toutes nos parapétrolières, seule **Civeo** est en recul de

Edito

-24%. Les trois autres parapétrolière soit **Enteq Upstream**, **Thalassa** et **Hyduke Energy**, s'apprécient respectivement de +11%, +5% et +15%... Nous pouvons donc dire que ce mini choc pétrolier du mois est vraiment contenu et finalement indolore sur nos parapétrolières.

Mouvements mensuels

Nous avons effectué 4 mouvements sur le mois de juillet : 3 ventes et 1 achat. L'exact inverse du mois passé.

Le premier mouvement a lieu le **5 juillet** avec la vente de **SnoozeBox Holding Plc**, notre chaîne hôtelière mobile anglaise. Après la mise à jour de notre fiche avec le dernier rapport financier, nous constatons que la solvabilité est de 16% et donc largement sous nos 40% exigé. Notre *process* nous oblige donc à vendre, nous administrant une véritable gifle après seulement 124 jours de détention et avec en plus l'impression que nous avons réussi sans sourciller à manger notre pain noir avec le recul de plus de 50% du cours et la perspective de l'été avec ses festivals, ses grands prix de formule 1 et ses événements auxquels la société s'apprêtait à participer activement en proposant ses logements modulaires. Nous avons donc acheté, le 3 mars 2016, 100 000 actions de la société pour la somme total de 3 489.62€ frais inclus et revendu le 5 juillet en encaissant 748.14€ net de frais. Soit une perte de -78.56%. C'était un achat « bis », la première fois cela s'était un peu mieux terminé.

Le second mouvement est la vente de **Avalon**, le **11 juillet**. Nous détenons cette société en portefeuille depuis 2009, soit depuis un peu moins de 7 ans. Après avoir épluché une petite trentaine de rapports financiers, nous étions parvenu à comprendre que la direction n'avait pas la moindre envie de créer de la valeur pour l'actionnaire. Pour ceux qui se souviennent de Taitron, le cas est similaire. Des beau salaires pour la direction et une alternance de bilan en léger mieux puis en léger moins biens. 2 504 jours après notre achats, la performance en USD était encore légèrement négative sur cette vrai Daubasse, la seule catégorie qui nous fait horreur. En fait nous privilégions toujours la fausse Daubasse, celle qui fait peur mais qui s'en tire presque toujours. Comme notre *process* nous autorise à vendre une société détenue depuis plus de 5 ans en portefeuille à n'importe quel moment et pour n'importe quelle raison, nous profitons d'une change Euro / USD favorable pour larguer cette « croûte » et nous en tirer à très bon compte. Nous avons donc acheté Avalon le 2 Septembre 2009 pour la somme de 3 616.50€ frais inclus et nous avons revendu le 11 juillet et encaissé 4 398.18€ net de frais, c'est donc un miraculeuse plus-value de +21.61% due au change que nous dégageons sur cette vraie Daubasse.

Le troisième mouvement qui a eu lieu le **14 juillet** est redevable à la chasse intense que nous avons mené en début de 28ème semaine de ce mois de juillet. Une chasse où nous pensions trouvé un tas de gibier Brexit au calibre 12, éclopé, prêt à être ramassé sans même devoir courber l'échine, vendu à la hâte par l'ensemble des pros continentaux, soldé en quatrième vague, par les zinzins de

Edito

tous les pays de la zone euro transis de peur et ayant déjà enfilé leurs Pampers Kimberly Clark, l'original ! Oui cher(e) abonné(e)s, nous pensions sincèrement avant de commencer que nous allions pouvoir faire un remake en mieux d' "A nous les petites anglaises". Mais rien ne s'est passé comme prévu... et comme dirait le chasseur d'ours des Carpates Orientales, cela s'est soldé par un simple « Tchou, tchou ». En gros, nimic ou rien, voir presque rien. Dans ce paysage désertique fait de sable fin et de soleil accablant, la société **Millenium & CopThorne Hotels Plc**, était ce presque rien et elle nous est apparue comme un OVNI. En fait au début elle nous est apparue comme un mirage, trop beau pour être vrai... Car en fait une fausse Anglaise qui réalise seulement 16% de son chiffre d'affaire au Royaume - Uni et le reste dans le monde entier, Asie, USA, Europe, ... Fait des profits qui la désigne comme un produit de premier choix pour notre catégorie RAPP et qui possède une centaine d'hôtels en actifs collatéraux, du rarement vu dans les 36 derniers mois. Sans compter que plus la livre sterling se Krache (ce qui est finalement le seul signe que le Brexit n'ait laissé pour le moment), plus cela joue en faveur de notre investissement dont les devises étrangères feront gonfler un chiffre d'affaire converti en livres sterling. Que demander de mieux ! En résumé, nous avons donc acheté 710 actions à un prix de revient net 416.47 GBX pour la somme frais inclus de 3 557.85€. Nous avons estimé la juste valeur de la société à 909.35 GBX ce qui nous offre un potentiel estimé de 118%.

Le quatrième et dernier mouvement du mois a lieu le **27 juillet**. Et nous devons bien avouer que nous ne l'avons pas encore bien digéré, ni entièrement compris. Il s'agit donc de la vente de la société française **Encre Dubuits**, où nous nous sommes rendus compte, avec cette troisième annonce de report du rapport annuel, que depuis notre achat du 14 août 2013, aucun rapport n'a été publié en temps et en heure, les rapports annuels ont systématiquement été publiés avec plus de 10 mois de retard et les rapports semestriels aussi. Une information financière entièrement obsolète quand elle est publiée... Depuis 3 ans, nous, soit 4 investisseurs, avons donc accepté cette absence d'information financière en contradiction complète avec notre *process*. N'ayons pas peur des mots nous n'avons pas suivi notre *process* sur ce coup là, cher(e) abonné(e)s. Comment pouvons-nous comprendre cela ?

Peu après notre achat, nous comprenons que la société a un problème avec sa branche brésilienne, une raison au retard de publication, mais qui dure. Un premier rapport annuel un an après... Nous nous énervons le plus de ce retard, la première fois. L'année suivante, même problème. La cause du retard : la filiale brésilienne. Le rapport annuel arrive avec 1 an de retard. Et en guise de rapport trimestriel, en retard lui aussi, nous avons un communiqué de presse... Ces rapports sont de plus en plus positifs, les chiffres d'affaire sont en hausse et les perspectives semblent meilleures que nous le pensions. Ce qui nous fait sans doute oublier avec un an de retard que ces chiffres sont obsolètes. Et nous nous réveillons finalement, voici quelques jours, quand la société annonce qu'elle publiera son rapport annuel 2015 sans doute en Septembre de cette année. Nous sommes en 2016, donc comme à l'habitude avec un gros retard de 10 mois cette fois et comme à l'habitude le rapport semestriel de Mars, n'est pas a

Edito

l'ordre du jour. Mais un communiqué via Reuters annonce une bonne nouvelle des profits qui ont doublé et un EBIT qui a fait x8 grâce aux activités en Chine mais qui ne seront pas nécessairement les mêmes à l'avenir. C'est la seconde fois où nous savons ce genre de communiqué où la nouvelle est positive mais où l'on dit aussi que ce ne sera pas pareil à l'avenir. Comprendra qui pourra. Sur cette nouvelle, le cours bondit de plus de 30% et nous nous rendons compte alors, que depuis 3 ans, nous n'avons pas eu la moindre publication financière, publiée dans un délai normal. Nous nous demandons aujourd'hui si nous aurions eu autant de patience avec une société américaine par exemple. Pas certain.

Nous pensons donc avoir été influencés par 3 éléments. 1° La cause du retard (le problème de la filiale brésilienne) qui nous explique que patienter est cohérent. 2° Le fait que la société communique dans notre langue, le français, qui met sans doute plus en confiance. 3° Les nouvelles positives par communiqué ou rapport annuel même un an après. Le tout lié à une position en gain (une position en grosse perte n'aurait peut-être pas généré autant de patience). Nous pensons aussi que si ces 3 éléments sont acceptables, il n'est par contre pas acceptable que cela se répète à l'identique ou presque 3 ans de suite dont cette année encore. Car il est clair que l'information financière dont nous avons disposé au cours de ces 3 ans était à chaque fois obsolète. Nous vous invitons à relire les news d'Encre Dubuits de la zone premium pour que vous vous fassiez une idée plus juste de la chronologie des événements.

Nous avons acheté Encre Dubuits, le 14 août 2013 pour la somme de 6 377.91€ frais inclus et nous avons vendu la société ce 27 juillet 2016. Nous avons encaissé net de frais la somme de 11 124.02€ et donc réalisé une plus value de +74.41% en 1 078 jours.

Le portefeuille en détail

Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme total de 3 557.87 €

Nous avons vendu pour la somme total de 16 270.34 €

Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme total de 63 109.33€

Nous avons vendu pour la somme total de 71 2013.25€

Les liquidités pèsent en fin de mois 18.93% du portefeuille, et sont en augmentation par rapport au mois de juin.

La performance par catégorie sur l'année 2016

1° Diversification Value = +32.98% (sur le mois = +8.25%)

2° Net Estate = +3.86% (sur le mois = +2.40%)

3° RAPP = +2.31% (sur le mois = +1.51%)

4° Net-Net = +1.94% (sur le mois = +0.36%)

Edito

Net-Net

Comme a peut près à chaque fois que le marché progresse, la catégorie n'est pas trop concernée et nous le vérifions une nouvelle fois en ce mois de juillet où les net-net ne progressent que de +0.36% et signent la performance la plus faible et sur le mois de juillet et sur l'année 2016... En évidence dans cette catégorie, et sur le mois, **Richardson Electronics** progresse de **+19.35%** et **Emerson Radio** de **+18.26%**. Le plus important recul de la catégorie est signé par **Asian Pacific Wire & Cable** avec **-5.34%** malgré un premier trimestre de bonne facture que nous décrivons dans les news.

Net Estate

La catégorie net-estate profite bien des ventes du mois, globalement positive, et de la très belle progression de 5 sociétés. C'est encore une fois **SunLink Health System** avec sa progression de **+42.39%** qui signe la meilleure performance de la catégorie, suivie de **CPH Chemie Und Paper**, acheté le mois passé, qui progresse de **+29.33%**. Les sociétés **Amrep +14.03%**, **Natuzzi +13.79%** et **Hyduke +15.22%** on signé des performances de très bonne facture sur le mois. A la peine, nous retrouvons notre parapétrolière **Civeo** avec un recul de **-23.89%** puis **Signaux Girod** avec **-7.47%** ainsi que notre canadienne **Hammond Manufacturing** en recul de **-5.39%**.

RAPP

La catégorie RAPP reprend enfin du poil de la bête. Ce qui semble logique dans un marché en progression et met fin à 4 mois de performance mensuelle négative. Certes, des reculs limités depuis le mois de mars, mais des reculs quand même. La progression de +1.51% de la catégorie sur le mois est principalement imputable à nos détaillants US, soit **Dillard's Inc** avec une performance de **+11.64%** et **Kohl's Corporation** qui signe une performance de **+9.68%**. Mais aussi notre dernier achat (notre ocazzzz Brexit), du 14 Juillet, la chaîne hôtelière **Millenium&CopThorne Hotels Plc** en progression de **+8.53%**. La moins bonne performance de la catégorie est produite par **Global Sources Ltd** en recul de **-2.07%**.

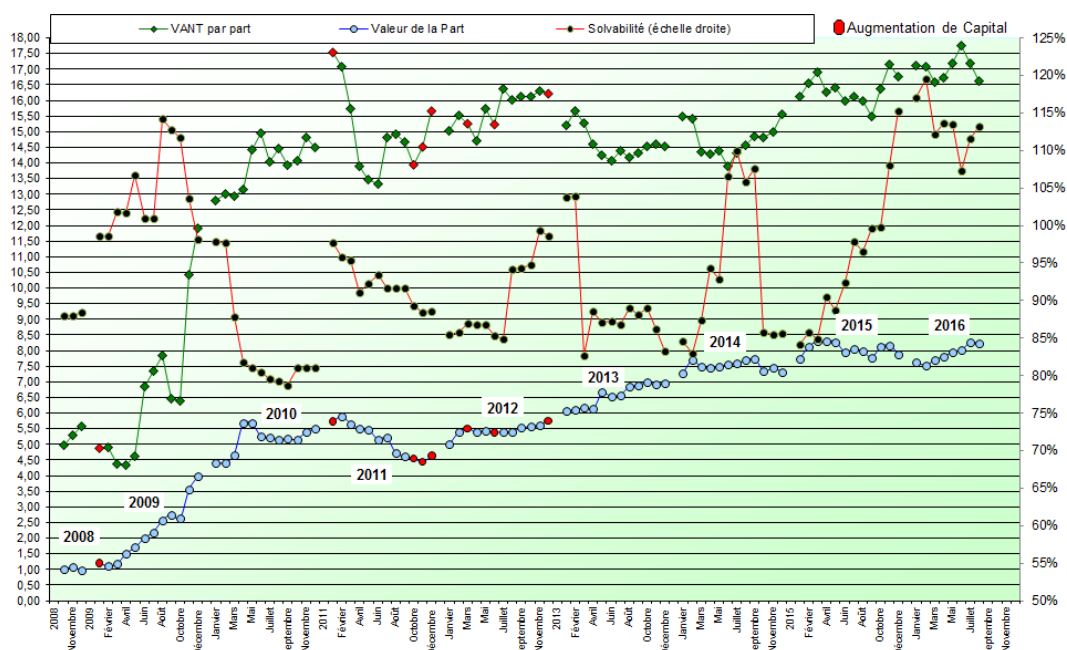
Diversification Value

C'est une nouvelle performance de taille +8.25% sur le mois que nous offre la catégorie. Nos minières sont bien entendu au cœur de cette performance mais nos Holdings ne sont pas en reste. **Dundee Precious Metal** progresse de **+28.43%** sur le mois et **Aurico Gold** de **+15.73%**. Coté Holding, et en vrac, nous notons les performances suivantes : **Great Eagle Holdings Ltd +21.11%**, **First Pacific Ltd +12.94%** et **Luxempart +9.81%**. Après une performance de +45% en juin, **Argonaut Gold** signe un recul de **-7.01%** ce mois et c'est notre holding norvégien **Bonheur Asa**, diversifié à la fois dans les activités pétrolières et le renouvelable, qui signe le recul le plus important de la catégorie avec **-8.93%**.

Portefeuille

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

| Portefeuille Daubasse | |
|--------------------------------|-------------|
| Points de Repère | |
| 6 août 2016 | |
| Valeur d'une Part | 7,88 € |
| Valeur des Actifs Net Tangible | 15,92 € |
| Potentiel | 102,04% |
| Solvabilité pondérée | 113,19% |
| 3,33% Pondération Max | 11.702,86 € |
| Nombre total de positions | 59 |
| Répartition des Devises | |
| Euro | 39,58% |
| Dollar Américain | 36,78% |
| Livre Sterling | 14,25% |
| Dollar Canadien | 7,52% |
| Courone Suédoise | 1,04% |
| Franc Suisse | 1,24% |
| Variation des devises Yield | -2,83% |
| Nombre de société vendue | 132 |
| Gain Moyen | 1.682,63 € |
| Perte Moyenne | - 391,47 € |
| Société en Gain | 88 |
| Société en Perte | 44 |
| Rapport | |
| Gain Moyen / Perte Moyenne | 4,30 |



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 | 55% | Trans World Entertainment | 499% | 1,25% | 3 | 2 | 5 | 263% | Exacompta - Clairefontaine | 15% | 2,17% |
| 0 | 1 | 1 | 45% | Leeds Group Plc | 94% | 2,18% | 1 | 3 | 4 | 84% | Gevelot | 317% | 3,69% |
| 0 | 0 | 0 | 32% | Jemtec | -66% | 0,23% | 3 | 3 | 6 | 172% | Irce | 26% | 1,09% |
| 0 | 0 | 0 | 236% | BFS Entertainment&Multimédia | -51% | 0,52% | 3 | 2 | 5 | 100% | Natuzzi | -21% | 1,65% |
| 0 | 0 | 0 | 5% | MBL Group | 74% | 1,20% | 0 | 3 | 3 | 51% | Peel Hotels | 190% | 4,43% |
| 3 | 0 | 3 | 290% | Asian Pacific Wire & Cable | 8% | 3,04% | 0 | 3 | 3 | 60% | Hammond Manufacturing | 94% | 1,44% |
| 3 | 0 | 3 | 206% | Deswell Industries Inc | -6% | 2,50% | 3 | 2 | 5 | 264% | Dover Downs Gaming | 1% | 1,82% |
| 0 | 2 | 2 | 69% | Velcan Energy | 15% | 0,50% | 2 | 0 | 2 | 84% | I Grandi Viaggi | 17% | 2,19% |
| 0 | 0 | 0 | 58% | Gravity Corp Ltd | -9% | 1,69% | 3 | 0 | 3 | 182% | SunLink Health System | -27% | 1,34% |
| 3 | 2 | 5 | 203% | Emerson Radio | -50% | 0,84% | 3 | 1 | 4 | 273% | Signaux Girod | -12% | 1,61% |
| 3 | 1 | 4 | 130% | Enteq Upstream Plc | -8% | 1,78% | 1 | 3 | 4 | 74% | Amrep Corp | 55% | 2,41% |
| 0 | 3 | 3 | 63% | Richardson Electronics Ltd | 7% | 1,01% | 3 | 1 | 4 | 213% | Gafisa S.A. | -10% | 2,58% |
| 3 | 1 | 4 | 471% | Rubicon Technology Inc | -37% | 0,64% | 3 | 1 | 4 | 511% | Civeo | -20% | 1,65% |
| 3 | 0 | 3 | 131% | GigaMedia Ltd | -1% | 0,97% | 3 | 3 | 6 | 123% | Thalassa | -4% | 1,90% |
| 0 | 1 | 1 | 39% | CDI Corp | 8% | 1,03% | 0 | 2 | 2 | 69% | Hydruke Energy Services | 28% | 1,04% |
| | | | | | | | 3 | 1 | 4 | 142% | Bernard Loiseau | 3% | 0,98% |
| | | | | | | | 3 | 1 | 4 | 321% | Allied Health Care Products | -49% | 0,48% |
| | | | | | | | 1 | 1 | 2 | 58% | O2 Micro International Limited | 29% | 1,17% |
| | | | | | | | 3 | 1 | 4 | 102% | Melcor Development Ltd | 6% | 1,02% |
| | | | | | | | 1 | 1 | 2 | 79% | Pittards Plc | 27% | 1,31% |
| | | | | | | | 0 | 3 | 3 | 55% | CPH Chemie und Paper Holdir | 29% | 1,24% |
| Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | Société Net Net | Rendement en € | % du portefeuille | Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | Société Net Estate | Rendement en € | % du portefeuille |
| 3 | 1 | 4 | 107% | Eastern European Property | -33% | 0,47% | 3 | 3 | 6 | 106% | GEA | 7% | 0,96% |
| 0 | 3 | 3 | 14% | Luxempart | 41% | 1,39% | 0 | 3 | 3 | 57% | Global Sources Ltd | 50% | 1,53% |
| 0 | 1 | 1 | 19% | Dundee Precious Metal | -43% | 1,73% | 0 | 3 | 3 | 58% | FutureFuel | -1% | 1,03% |
| 0 | 3 | 3 | 7% | Sofragi | 32% | 0,81% | 0 | 1 | 1 | 66% | ADL Partner | -21% | 0,80% |
| 2 | 3 | 5 | 71% | (ADR) First Pacific Ltd | -21% | 0,91% | 3 | 2 | 5 | 256% | Dillard's Inc | -32% | 0,64% |
| 1 | 3 | 4 | 29% | (ADR) Jardine Strategic Ltd | 8% | 1,23% | 3 | 1 | 4 | 199% | Kohl's Corporation | -13% | 0,85% |
| 0 | 1 | 1 | 48% | Argonaut Gold | -32% | 0,88% | 3 | 2 | 5 | 109% | Graine Voltz | -8% | 0,87% |
| 2 | 0 | 2 | 80% | Sprott Ressources Corp | -63% | 0,66% | 3 | 2 | 5 | 304% | Apollo Education Group | -4% | 0,91% |
| 3 | 1 | 4 | 270% | Aurico Metals Inc | 18% | 1,10% | 3 | 2 | 5 | 119% | Holland Colours NV | -5% | 0,97% |
| 3 | 3 | 6 | 85% | Great Eagle Holdings Ltd | 47% | 1,40% | 3 | 3 | 6 | 119% | Millenium & CopThorne Hotels | -2% | 0,99% |
| 1 | 3 | 4 | 47% | Symphony International Holdings L | 18% | 1,11% | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 31% | Bonheur ASA | -39% | 0,63% | | | | | | | |

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



ADLPartner (Paris) Ticker : ALP.PA

Le spécialiste du marketing a publié un niveau d'activité en hausse de +3,4% sur le premier semestre en comparaison avec le S1 2015. Le CA atteint 59,3 M EUR. Cette progression est largement imputable au 2ème trimestre en hausse de +5,9% et n'est pas imputable aux volumes mais davantage à la hausse des prix. Il semblerait que l'activité de courtage en assurance progresse, mais nous n'avons pas encore de chiffres précis. Quoiqu'il en soit, nous avons l'impression que nous n'avons pas encore mangé tout notre pain noir avec ADL Partner, qui précise une nouvelle fois que les « investissements commerciaux engagés, notamment dans ADLP Assurance, devraient continuer de peser sur les résultats comme en 2015 ». Deux années pénalisées par l'assurance...

Nous attendrons le rapport semestriel au 30 juin 2016 pour juger de la qualité du bilan. Si au moins le bilan était préservé pendant cette période de vache maigre... Ce serait un pis en mal.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Le holding a bien profité de la reprise du pétrole lors du 1er semestre 2016 puisque sa valeur intrinsèque, dividendes inclus, a augmenté de 36 % pour s'établir, fin juillet, à 350 NOK.

Dans l'attente de la fusion avec la filiale de BP, Det Norske reste la plus grosse participation et pèse 42 % de la valeur totale du portefeuille investi. Globalement, le secteur *oil and gas* pèse 49 % du portefeuille, les actifs maritimes représentent 20 %, les biotechnologies liées à la mer 13 % et le cash est confortable, à 12 %.

Asian Pacific Wire and Cable (Taiwan) Ticker : APWC

Enfin ! C'est le sentiment que nous éprouvons en voyant le rapport financier du 1er trimestre 2016 de notre producteur taïwanais de câbles.

News de nos sociétés

Eh oui, le compte de résultat se solde par un profit, certes encore symbolique de 0,02 USD par action, mais un profit quand même.

Si les ventes ont baissé de 10 %, c'est surtout l'impressionnante hausse de la marge brute (+ 28 %) qui a permis cette *recovery*. Cette augmentation est due en partie à un meilleur mix produits mais aussi au recours à la sous-traitance. La VANT s'établit à présent à 9,80 USD, laissant toujours un potentiel théorique d'appréciation très intéressant.

Bonheur ASA (Norvège) Ticker : BON.OL

Le conglomérat norvégien a annoncé un premier semestre consolidé en perte à 11,8 NOK par action. Cette perte est due exclusivement à des réductions de valeur sur l'éolien off-shore.

En dehors de ces écritures comptables, en principe ponctuelles et ne donnant pas lieu à sortie de cash, le résultat aurait été légèrement bénéficiaire.

CDI Corp (USA) Ticker : CDI

Malgré quelques bonnes nouvelles, comme le rachat et l'annulation de 930 000 actions (il reste 14,4 M USD dans le programme au 30 juin 2016) et le discours positif du management sur « la transformation en cours », on ne peut pas dire que le premier semestre se clôture positivement.

L'activité sur le deuxième trimestre est en baisse de -8,2% vs. T2 2015. L'EBITDA retraité ressort tout de même positif à 2,7 M USD mais il est en baisse de -43% par rapport à la même période de 2015. Le résultat net est largement négatif à -7,5 M USD.

Sans miracle, cela se traduit dans le bilan. Ainsi, la VANT (qui est aussi notre cours cible de vente) baisse de -4,0% à 7,29 USD. Et le ratio de solvabilité se dégrade de 4 points mais reste à un niveau très correct de 61,7%.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Le rapport du second trimestre, clôturé le 30 juin, est rassurant. Pour avoir une idée plus précise sur l'évolution à court terme de la société (ce qui nous intéresse vraiment), nous avons d'abord observé le seul trimestre comparé au même trimestre en 2015. Les ventes sont en recul de 17%, mais le coût des produits est en recul de 19%. Nous voyons également que les frais fixes sont en recul de 17%. La perte sur le trimestre est de -0.11\$ au lieu de -0.13\$ un an plus tôt. Nous constatons donc que si ce résultat n'est pas brillant, la perte est contenue.

La VANT de la société est en léger recul à 8.31\$, dû principalement au fait d'une réduction de l'endettement par rapport au trimestre précédent. Sur le semestre, le recul des ventes est de 35% et même avec une réduction des produits et des coûts fixes, la perte est 3 fois supérieure au même semestre 2015. Dans la répartition des revenus par pays, comparée au premier semestre 2015, nous observons un recul de 15% au Canada, de 28% en Australie et de 84% aux USA. Ceci explique aussi la comparaison semestrielle peu pertinente puisque la société a pratiquement arrêté son activité aux USA.

Nous pensons donc à ce stade que les problèmes de la société sont toujours bien présents et nous ne voyons aucun signe tangible d'amélioration. Comme

News de nos sociétés

nous le disions au début, nous sommes rassurés que les pertes à court terme ne s'amplifient pas, mais cela reste mince.

Continental Material (USA) Ticker : CUO

Le premier trimestre de la société, clôturé en avril, est de bonne facture. La VANT s'apprécie très légèrement à 23.08\$. Nous avons des ventes en progression de 12% et au final du trimestre 0.31\$ de profits au lieu d'une perte de -0.12\$ un an plus tôt.

CPH Chemie und Paper (Suisse) Ticker : CPHN.S

Alors que nous avons pris position sur le spécialiste suisse du papier, de l'emballage et de la chimie il y a seulement quelques semaines, nous avons la chance de constater que les actions identifiées dans notre analyse portent déjà leurs fruits !

Avec des résultats en très net redressement sur le 1er semestre (CA en hausse de +10,1% et l'EBITDA qui passe -0,7 M CHF à +22,0 M CHF au 30 juin 2016), la transformation semble en marche. Le résultat opérationnel redevient lui aussi largement positif à 6,0 M CHF par rapport à une perte de -18,5 M CHF sur la même période de l'exercice précédent. Soit une amélioration de 24,5 M CHF ! Tous les secteurs sont en forte amélioration, à savoir la chimie, le papier et l'emballage. Le résultat reste cependant négatif à -2,6 M CHF (vs. -26,7 M CHF en 2015). Le titre en profite. Il progresse de plus de 25% depuis notre achat le 15 juin 2016.

Le rapport semestriel n'est pas assez détaillé au niveau du bilan pour faire une mise-à-jour complète de l'ensemble de nos ratios. Nous pouvons estimer une VANT en retrait de -4,9% à 63,64 CHF par action.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Le titre a bondit comme un tigre en 2016. Depuis le 1er janvier, l'action progresse de +219% pour atteindre 4,08 CAD à fin juillet. A la publication des résultats du 2ème trimestre et en prenant en compte : le cours de l'or, la parité USD/CAD, l'augmentation de capital qui a eu lieu en juillet 2016 (54,6 M CAD pour 18,216 milliers d'actions créées), et d'un coût d'extraction sur le semestre à 460 USD l'once, notre objectif de cours maison ressort à 4,60 CAD.

Au niveau opérationnel, à cause d'une panne électrique en Namibie le 22 juillet, il y a eu un problème avec le système de refroidissement par eau sur un des fours de la fonderie. Résultat pour Tsumeb, ce sera une indisponibilité de 3 semaines de la fonderie... Risque pays...

La production d'or est en ligne avec les prévisions. L'EBITDA retraité du premier semestre atteint 39,3 M USD, tiré par le haut sur le 2ème trimestre par la mine Cheloech, la fonderie Tsumeb accusant une marge négative à cause des faibles concentrations de minerais dans le substrat rocheux et de la faiblesse du dollar américain.

Enfin, l'entreprise a accru ses couvertures optionnelles sur l'or. Ainsi, en plus des 34 525 onces couverts à 1 254 USD l'once, au 30 juin 2016, des contrats optionnels ont été émis avec les caractéristiques suivantes :

- 6 600 onces d'or en 2016 dans un tunnel de 1 484 USD / 1 200 USD l'once

News de nos sociétés

- 45 000 onces d'or sur 2016 dans un tunnel de 1 495 USD / 1 200 USD l'once. Pour un total de production annuel attendu pour rappel dans une fourchette de 114 000 à 124 000 onces pour 2016 et un cours actuel de l'once d'or à environ 1 350 USD.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le rapport annuel de la société clôturé au 31 mars nous montre une mauvaise année, comparée à 2015. La VANT de la société (2.06\$) est très légèrement inférieure au trimestre précédent où elle était de 2.08\$. La valeur net-net est de 2.05\$. Le chiffre d'affaires est en recul de -41% et le coût des produits est également en recul de -37%. Les frais fixes sont en recul de -10%. Au final, la perte est de -0.04\$ par action au lieu d'un profit de 0.07\$ par action par rapport à l'année précédente.

Graines Voltz (France) Ticker : GRVO.PA

Nous pouvons prendre connaissance du rapport financier du 1er semestre 2016. Comme annoncé, nous constatons un chiffre d'affaires stable mais aussi un bénéfice divisé par 2.

Mais cette contre-performance est à relativiser. D'une part, nous constatons qu'il s'agit là du bénéfice consolidés intégralement, ce qui signifie qu'on a repris entièrement le bénéfice de toutes les sociétés appartenant au groupe, y compris les filiales qui ne sont pas détenues à 100 %. Si on exclut les pertes supportées par les actionnaires minoritaires de ces filiales, le résultat « part du groupe », c'est à dire la partie du bénéfice qui revient aux actionnaires de Voltz, est en baisse de seulement 38 % (à 1,52 euro par action).

Nous constatons aussi qu'une bonne partie de la perte résulte de réductions de valeur sur les stocks et de provisions pour créances douteuses, c'est à dire des charges non décaissées. Enfin, nous voyons que l'année dernière, des actifs avaient été cédés en plus-value alors que cette année, ce sont des moins values sur des cessions d'actifs qui ont été réalisées. En faisant abstraction de ces événements, en principe « one shot », le bénéfice net aurait été en légère hausse. En attendant, notre objectif de cours s'est légèrement réduit, à 66,83 euros.

Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF

Deux semaines après le succès du référendum anglais en faveur du Brexit, Great Eagle annonce renoncer à un projet de 300 M USD à Londres en raison des incertitudes liées à la séparation du Royaume-Uni de l'Union Européenne, précise le PDG Lo Ka Shui interrogé par Reuters. Et d'ajouter malicieusement que « *le temps des opportunités arrivera peut être dans peu de temps...* ». On ne peut pas dire que ce référendum ait laissé la sphère financière et d'investisseurs indifférente !

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Les rapport se suivent et se ressemblent pour cette société avec une nouvelle perte pour le 1er semestre (0,13 euro par action). Comme d'habitude aussi, le chiffre d'affaires est en baisse. Encore un petit effort et il sera stabilisé... lorsqu'il sera de 0.

News de nos sociétés

A la traditionnelle excuse des tensions internationales que nous ressort la direction à chaque rapport, s'en est ajoutée une nouvelle : les risques terroristes en Europe.

La VANE qui, étant supérieure à la VANT, constitue notre objectif de cours, s'établit à 1,67 euros.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Hors variation de la juste valeur des immeubles de placement, le résultat consolidé du groupe asiatique est en baisse de 5 % (à 1,12 USD par action). En tenant compte des variations de juste valeur, il explose par contre littéralement (+ 48 %) à 1,84 USD. Néanmoins, nous restons prudents avec ces ajustements de juste valeur, du moins, tant qu'elles ne se traduisent pas par des ventes d'immeubles avec des rentrées de cash. Une fois de plus, la filiale indonésienne Astra a pesé sur la performance globale.

La première chose que nous remarquons, c'est que la direction utilise au maximum les liquidités disponibles pour accroître le poids de ses participations : après une augmentation de la participation de Jardine Matheson dans Jardine Strategic, c'est Strategic qui a augmenté sa participation dans sa maison-mère Matheson de 1 % (57 %) et aussi dans Mandarin Oriental et Jardine Cycle and Carriage. De ce fait, mécaniquement, le nombre d'actions en circulation dans le groupe tend à diminuer (pour l'un ou l'autre retrait de la cote dans les années à venir ?).

Après mise à jour de notre feuille de calcul, nous évaluons la juste valeur des certificats ADR de Jardine Strategic à 25,09 USD, ce qui, au cours actuel, laisse toujours une décote de plus de 40 %.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L

La société anglaise a publié des résultats annuels arrêtés au 31 mai 2016 de bonnes factures. L'activité croît de +4,1% à 36,3 M GBP et le bénéfice demeure stable à 1,0 M GBP. Cette stagnation s'explique par la faillite d'un des plus gros clients allemands...

Au niveau de nos ratios, la solvabilité se dégrade un peu (-4 points), conséquence de la croissance externe, mais reste à un très bon niveau de 74%. La Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) augmente de +9,0% à 53,26 pences.

Nous attendrons les bilans annuels complets pour calculer la VANE (il manque la valeur des immeubles et terrains dans le communiqué que nous avons en main).

Enfin, le management ne propose pas de dividendes du fait des fortes dépenses d'investissement en 2015 (acquisition en Allemagne pour plus de 4 M GBP) et voit sur son marché des perspectives d'investissement intéressantes. Le discours est confiant pour l'exercice en cours.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

L'Assemblée Générale extraordinaire à laquelle nous faisons référence dans notre lettre précédente a finalement été reportée au mois d'octobre. Keith Station, quant à lui, poursuit ses emplettes et détient à présent 10 % du capital de la société.

News de nos sociétés

Northamber (UK) NAR.L

Au vu des volumes anémiques sur ce titre, l'équipe a décidé à l'unanimité qu'il n'était pas achetable, malgré la décote. Aussi, nous ne suivrons désormais plus ce titre dans les prochaines lettres.

O2Micro International (USA) Ticker : OIIM

Avec les résultats du deuxième trimestre, on s'approche de plus en plus de la rentabilité, selon le management... En attendant, malgré le boom de l'activité dans les batteries et les smartphones, le chiffre d'affaires atteint 13,2 M USD (en baisse de -10,0% vs. T2 2015) et la perte atteint 2,0 M USD, ou encore, -0,08 USD par action. C'est "moins pire" que les trimestres passés, mais nous sommes loin de l'euphorie.

Quant à nos ratios maisons, on constate une dégradation de la VANT de -1,0% à 3,04 USD par action. La solvabilité s'améliore encore et atteint 198,1% du fait d'une trésorerie qui grossit.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

L'opérateur d'hôtels anglais a coopté à son conseil Haydn Fentum en tant qu'administrateur non exécutif. Agé de 46 ans, notre homme est le copropriétaire et CEO de Bespoke Hotels Limited spécialisé dans la gestion (trentaine d'hôtels) et le marketing pour les hôteliers indépendants (sorte de « booking.com »). Il pourra apporter toutes ses compétences à Peel Hotels.

Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL

Le rapport annuel clôturé au 28 mai nous apprend que la valeur patrimoniale de la société est stable, à 10.06\$. Le chiffre d'affaires est en hausse de 3.70%. Mais le coût des produits et des frais fixes en légère augmentation ne parvient qu'à réduire la perte opérationnelle de 19%. La perte finale est de -0.47\$ au lieu de -0.36\$ un an plus tôt.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

La tentative de « putch » de la société Paragon qui détient moins de 0.03% des actions et appelait les autres actionnaires à démettre la direction actuelle de Rubicon a échoué.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

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

55.86% d'actions

23.91% d'obligations

19.92% de liquidités ou placements court terme

0.31% dépôts de garantie

- Au 30 juin, la société offrait une répartition d'actif suivante :

62.13 % d'actions

26.76 % d'obligations

10.22 % de liquidités ou placements court terme

0.89% dépôts de garantie

News de nos sociétés

Nous observons dans le rapport de fin juin 2016, un bond en avant de 7% de la partie actions et de presque 3% de la partie obligataire, tandis que les liquidités ont pratiquement été divisées par 2. Nous observons aussi que le dépôt de garantie a plus que doublé. Nous n'avons pas trouvé de commentaires dans le rapport de gestion expliquant ces changements.

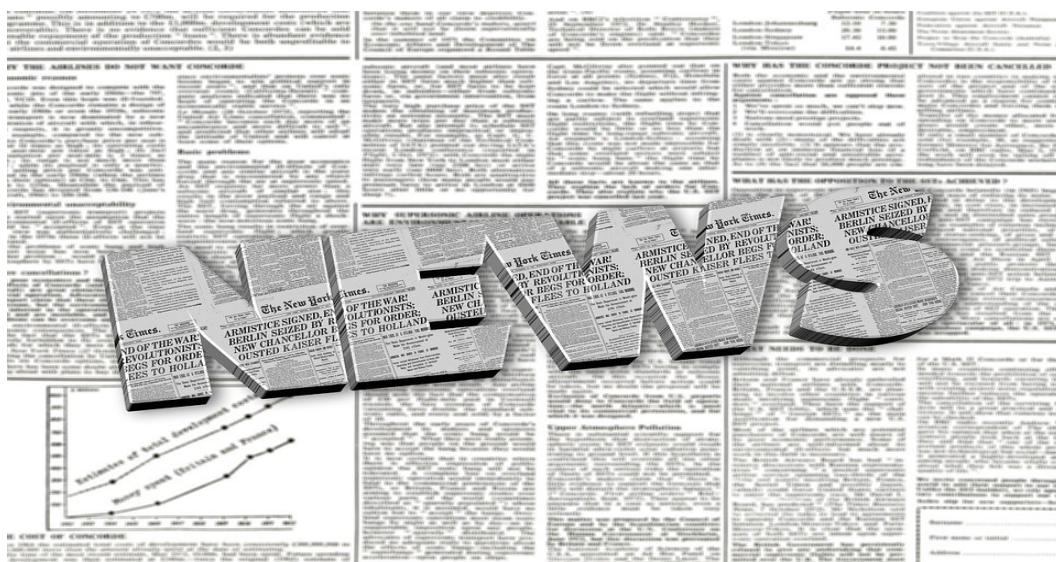
Est-ce lié à cette information du rachat d'actions propres autorisé lors de l'assemblée générale de la mi-juin, où il a été approuvé par les actionnaires de la société un rachat d'actions propres pour une somme de 15 millions d'euros et à un cours inférieur de 20% de la valeur liquidative de la société ?

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

Le 11 juillet, la société a de nouveau racheté 100 000 de ses propres actions à un cours de 44 pences. Sur l'autorisation de rachat maximale de 1 M GBP, il reste 0,33 M GBP de cartouches.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

La société italienne nous propose de nous racheter à 1,21 EUR... Si ce n'est pas un succès en terme d'investissement, au vu du dernier rapport semestriel et de la totale transformation de la société industrielle en société de promotion immobilière, nous avons décidé de céder nos titres... sur le marché pour éviter une retenue à la source de 27% pour les investisseurs belges, si nous apportions à l'offre ! En effet, non seulement notre valorisation maison prudente fait ressortir une valeur en forte baisse à 0,66 EUR par action (nous avons pris des marges de sécurité de 20% sur les stocks immobiliers comme sur les actifs immobiliers valorisés en juste valeur), mais nous constatons également que la solvabilité s'est largement détériorée. Le ratio de solvabilité ressort ainsi à 37%, et au mieux, à 39% en intégrant la valeur des titres Generali encore détenus. Bref, en ajoutant le passif presque « mafieux » de l'entreprise qui avait été dénoncée il y a plusieurs mois par la presse italienne pour l'enfouissement sauvage de déchets industriels, la coupe est plus que pleine et justifie largement de passer à autre chose après plus de 5 ans en portefeuille et le fait que la décote n'ait jamais été réduite. Ciao !



Analyses de société

Ludwig Beck am Rathauseck Textilhaus AG

(Francfort, Ticker : ECK.F / ISIN : DE0005199905)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



La société allemande fondée en 1861 par Ludwig Beck est bien connue pour son grand magasin localisé sur la célèbre place de Munich « Marienplatz ». C'est une entreprise familiale détenue à près de 75% directement et indi-

rectement par la famille Wöhrle.

Ce grand magasin historique vend principalement de la mode haut-de-gamme pour la gente masculine.

Ludwig Beck employait 816 employés au 31 décembre 2015.

Le groupe a réalisé une acquisition de taille dans son cœur de métier (mode masculine) en rachetant la chaîne de boutiques **Wormland** (15 boutiques dans 11 villes allemandes) qui vend, entre autres, les marques Karl Lagerfeld, Marc Jacobs, Boss, Hugo, Drykorn, Cinque, Diesel et Wormland. Cette croissance externe est structurante puisque qu'elle va permettre au groupe munichois d'augmenter son CA de près de 80% en année pleine et de diversifier son implantation géographique d'origine 100% bavaroise, ou plus précisément 100% munihoise jusqu'alors.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est celui du 1er trimestre 2016 clôturé au 31 mars 2016.

Nous avons retenu comme cours de référence le dernier cours coté du lundi 25 juillet, soit 31,65 EUR par action.

II .Gestion

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

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

| | |
|------|-----------|
| 2015 | 3 695,000 |
| 2014 | 3 695,000 |
| 2013 | 3 695,000 |
| 2012 | 3 695,000 |
| 2011 | 3 695,000 |
| 2010 | 3 695,000 |
| 2009 | 3 695,000 |
| 2008 | 3 695,000 |

Analyses de société

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 constant dans le temps. La société n'a racheté aucun de ses titres, ni émis de nouveaux titres sur le marché.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

| | |
|------|-------|
| 2015 | 35,0% |
| 2014 | 32,4% |
| 2013 | 31,2% |
| 2012 | 29,7% |
| 2011 | 30,8% |
| 2010 | 29,9% |
| 2009 | 31,6% |
| 2008 | 31,9% |

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 sont en moyenne de 30% hormis sur l'exercice 2015. Il faudra vérifier que cette année est atypique et que ce niveau élevée est lié à l'intégration de Wormland qui a un impact significatif. En effet, les effectifs sont passés de 478 employés au 31 décembre 2014 à 816 employés au 31 décembre 2015.

3. Rotation des stocks

| | |
|------|-------|
| 2015 | 58,15 |
| 2014 | 52,60 |
| 2013 | 49,49 |
| 2012 | 48,60 |
| 2011 | 45,13 |
| 2010 | 40,08 |
| 2009 | 37,85 |
| 2008 | 40,57 |

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

Analyses de société

peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Les stocks restent de plus en plus longtemps en boutique. Avec une augmentation de près de 20 jours par rapport à ses plus bas de 2009 (38 jours), l'exercice 2015 à 58 jours atteint des sommets. En absolu, ce chiffre n'est pas délirant, mais il sera à suivre. En revanche, s'il continue à se dégrader, il y a quelques risques de découvrir dans les stocks de vieux coucous invendables.

4. Création de valeur sur 8 années : 258,6%, ou 20,0 % 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 exceptionnellement élevée. Ce qui tiendrait à confirmer que la RAPP est active dans un secteur de niche très rentable.

Conclusions : Le grand magasin de Munich a généré une création de valeur incroyable pour ses actionnaires ces 8 dernières années, le tout, sans acquisition majeure avant 2015. Il faudra néanmoins être prudent sur une amélioration de la rotation des stocks comme des frais généraux. Enfin, il sera intéressant de vérifier si l'intégration de Wormland se fera « dans la franchise », c'est-à-dire, à marges élevées.

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 : 1,18

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 couvrent 1,2x les passifs courants. Ce qui signifie qu'il n'y a pas de tension particulière à court terme.

2. Trésorerie nette par action : -11,64 EUR

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.

Analyses de société

La société bavaroise a une trésorerie négative car elle investit fortement. Notamment en 2015 pour l'acquisition de son concurrent de Wormland, mais aussi, et surtout, en raison de récurrents achats des murs de magasins dans l'hyper centre munichois.

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 4,63

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, il faudrait 5 ans de free cas-flow pour la société afin de rembourser l'ensemble de ses dettes à long terme. Ce ratio est imparfait, car l'endettement tient compte de l'acquisition de Wormland (photo à un instant t au 31/12/2015) alors que cette croissance externe est structurante (+80% d'activité !) et devrait modifier très largement positivement la rentabilité future du nouvel ensemble. Ce ratio ne tient pas compte de ces éléments, car les résultats de Wormland ne sont pas intégrés sur les chiffres extraits des 5 derniers exercices (juste quelques mois en 2015).

4. Ratio de solvabilité : 59%

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 très bonne, surtout si on tient compte de la qualité de ses principaux actifs, constitués des murs de magasin dans le centre de Munich.

Conclusions : Le bilan de la société est solide et pourrait être renforcé avec les résultats futurs de la récente acquisition.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

| | |
|------|------|
| 2015 | 4,11 |
| 2014 | 1,81 |
| 2013 | 2,00 |
| 2012 | 2,32 |
| 2011 | 2,37 |
| 2010 | 1,74 |
| 2009 | 0,61 |
| 2008 | 0,73 |

Analyses de société

En 8 ans, le bénéfice par action a été multiplié par 5,6x. C'est une progression très importante.

2. Chiffre d'affaires par action

| | |
|------|-------|
| 2015 | 42,93 |
| 2014 | 27,79 |
| 2013 | 27,64 |
| 2012 | 27,92 |
| 2011 | 27,95 |
| 2010 | 29,01 |
| 2009 | 28,08 |
| 2008 | 27,76 |

De 2008 à 2014, le chiffre d'affaires est quasiment stable. Cela en est presque impressionnant ! D'autant plus que sur la même période, le bénéfice par action a presque triplé. Ce qui signifie que ce sont des efforts en termes de marges qui expliquent cette forte hausse, et qui semblerait prouver la qualité du management en place. 2015 marque une étape importante avec un bond du CA. C'est la quote-part de 6 mois de la société Wormland.

3. Free cash-flow par action

| | |
|------|-------|
| 2015 | 4,60 |
| 2014 | 0,80 |
| 2013 | 1,88 |
| 2012 | 2,46 |
| 2011 | 0,00 |
| 2010 | 2,07 |
| 2009 | 1,00 |
| 2008 | -0,48 |

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.

Il peut sembler a priori fortement erratique. De par sa définition, le FCF est obtenu après les efforts d'investissement. Or, la société a acquis des actifs tangibles de qualité sur certains exercices (8,6 M EUR en 2008 ; 11,6 M EUR en 2011 et 6,5 M EUR en 2014 pour ne retenir que les années les plus significatives) puisque ce sont essentiellement des murs de magasins.

Sur 8 ans, le FCF généré atteint 45,5 M EUR (pour une capitalisation de 120 M

Analyses de société

EUR). Si nous retraitons des achats d'immobilier de 2008, 2011 et 2014, le FCF atteint sur la même période 72,2 M EUR.

4. Dividende par action

| | |
|------|------|
| 2015 | 0,75 |
| 2014 | 0,75 |
| 2013 | 0,50 |
| 2012 | 0,50 |
| 2011 | 0,45 |
| 2010 | 0,35 |
| 2009 | 0,35 |
| 2008 | 0,30 |

Si le dividende n'est pas en progression d'année en année, il est dans le pire des cas constant. Sur la période, il a été multiplié par 2,5x.

5. Marge d'exploitation

| | |
|------|-------|
| 2015 | 19,1% |
| 2014 | 22,4% |
| 2013 | 24,6% |
| 2012 | 25,9% |
| 2011 | 25,4% |
| 2010 | 25,5% |
| 2009 | 22,4% |
| 2008 | 20,4% |

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.

Les marges opérationnelles sont très élevées. Notamment pour un secteur de la distribution, même spécialisée sur une niche comme Ludwig Beck. Alors que la société était une habituée d'une marge opérationnelle de plus de 20% depuis 2008 (avec un sommet de 25,9% de marge en 2012 !), 2015 ressort en bas de fourchette à 19,1%, tout en restant un niveau plus que « bon ». Il faudra être vigilant sur cette marge dans les exercices à venir. Mais on peut estimer que l'évolution du périmètre en 2015 a pu jouer en défaveur sur la marge avec ces coûts non récurrents liés, entres autres, aux frais d'acquisitions. Pour rappel également, la société est passée de 478 à 816 employés sur 12 mois (+73% !).

Conclusions : Le grand magasin historique de la Marienplatz de Munich, à périmètre constant, a réussi le miracle d'accroître significativement sa rentabilité. Il

Analyses de société

faudra voir si le changement de périmètre permettra de continuer sur cette lancée. Le pari semble probable puisque sur les 6 mois intégrés de Wormland sur 2015, la marge opérationnelle ressortait à 18,6%. Est-ce que le management de Ludwig Beck sera capable de rejouer la même partition sur ce nouveau périmètre sur les prochaines années ?

V. Rentabilité

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

1. ROE

| | |
|------|-------|
| 2015 | 19,1% |
| 2014 | 10,0% |
| 2013 | 11,5% |
| 2012 | 14,4% |
| 2011 | 19,6% |
| 2010 | 19,8% |
| 2009 | 8,2% |
| 2008 | 10,4% |

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 sont en moyenne très bon (14,1%) alors que la société possède quantité de biens non opérationnels qui « alourdissent » le bilan et minorent donc les retours sur les fonds propres. Nous parlons bien entendu ici des murs des boutiques.

2. Rapport free cash flow/dividende

| | |
|------|-------|
| 2015 | 6,13 |
| 2014 | 1,07 |
| 2013 | 3,75 |
| 2012 | 4,92 |
| 2011 | -0,01 |
| 2010 | 5,91 |
| 2009 | 2,85 |
| 2008 | -1,59 |

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

Analyses de société

dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

La société allemande pilote parfaitement son dividende, qui est quasiment toujours couvert par ses FCF.

Conclusions : La rentabilité est d'un très bon niveau... et elle pourrait pourtant être bien meilleure si la société n'avait pas décidé d'investir massivement dans l'acquisition des murs de ses magasins. Mais c'est aussi cela qui renforce le bilan de la société et son indépendance vis-à-vis de potentiels bailleurs.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2015** : 7,7 (PER moyen des 8 dernières années : 10,6)
2. **Rendement dividende** : 2,37%
3. **Price to book 2015** : 1,47 (price to book moyen des 8 dernières années : 1,53)
4. **Price Net cash ratio** : 2,72 EUR (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 **Ludwig Beck** s'établit à **59,33 EUR**.

VII. Conclusions

Au cours actuel de 36,15 EUR, **le potentiel de Ludwig Beck est de +87,5%** (59,33 EUR).

Malgré l'excellente rentabilité passée et le potentiel important futur avec son récent changement de périmètre (achat de Wormland), nous décidons de rester à côté de l'opportunité.

D'abord, parce que le potentiel du titre (+87,5%) est plus faible que le potentiel que nous attendons pour nos cibles.

Enfin, parce que nous aimerions au moins vérifier la réalité des impacts financiers positifs sur le premier semestre 2016, de l'entrée de Wormland dans le périmètre de la société.

Vous nous connaissez cher(e) abonné(e), et si le marché nous offre un rabais

Analyses de société

significatif, il n'est pas exclu que nous intégrions ce titre éligible au PEA à notre portefeuille.



Analyses de société

Millennium & Copthorne Hotels plc

(Londres, Ticker: MLC.L / ISIN : GB0005622542)

*** *Eligible au PEA* ***

I. Introduction



MILLENNIUM

HOTELS AND RESORTS

Millennium & Copthorne Hotels est, comme son nom l'indique, une chaîne hôtelière qui est présente partout dans le monde. La société détient et gère une centaine d'hôtels situés en Chine continentale (11), en Indonésie (1), au Japon (1), en Malaisie (1), aux Philippines (1), à Singapour (6), à Taïwan (1), en Thaïlande (1), en Nouvelle-Zélande (18), aux USA (14), en France (2), en Italie (1), au Royaume-Uni (21), en Irak (2), en Jordanie (1), au Koweït (2), à Oman (3), au Qatar (3), en Arabie Saoudite (4) et aux Emirats Arabes Unis (10).

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit : Asie 35 %, USA 33 %, Royaume-Uni 16 %, Europe et Moyen Orient 10 %, Océanie 5 %.

Créée en 1972, Millennium est une société britannique, cotée à Londres et contrôlée à 62 % par une société d'investissement de Singapour : City Development.

La stratégie de la société est, selon la direction, d'acquérir des hôtels existants et d'améliorer leur rentabilité.

L'année 2015 a été significativement mauvaise en raison du mauvais climat économique en Asie mais aussi d'une baisse de l'affluence dans les autres hôtels du groupe. Le bénéfice s'est tassé et le dividende pour 2016 est annoncé en baisse de 55 %.

Le 14 juillet 2016, nous avons acheté 710 actions à un coût de revient, taxes et frais de courtage inclus, de 4,16 GBP.



Analyses de société

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 | 325 |
| n-2 | 324 |
| n-3 | 326 |
| n-4 | 323 |
| n-5 | 316 |
| n-6 | 312 |
| n-7 | 307 |
| n-8 | 300 |

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 augmentation, de 8 % sur les 8 derniers exercices. Si ce n'est clairement pas un élément positif, la dilution nous paraît rester raisonnable.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

| | |
|-----|--------|
| n-1 | 45,45% |
| n-2 | 36,08% |
| n-3 | 34,38% |
| n-4 | 42,03% |
| n-5 | 43,90% |
| n-6 | 46,55% |
| n-7 | 45,87% |
| n-8 | 40,50% |

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.

Analyses de société

3. Rotation des stocks

| | |
|-----|------|
| n-1 | 1,99 |
| n-2 | 2,31 |
| n-3 | 1,58 |
| n-4 | 2,21 |
| n-5 | 2,07 |
| n-6 | 2,53 |
| n-7 | 2,65 |
| n-8 | 3,14 |

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.

Au vu des activités de la société, les stocks constituent une variable peu importante. Ce ratio ne nous paraît pas pertinent pour le secteur dans lequel Millenium est active.

4. Création de valeur sur 7 années : 38,5 % ou 4,8 % 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 relativement faible de création de valeur pour les actionnaires.

Conclusions : Les différents ratios présentés ci-dessus nous laissent penser que la gestion de la société est passable tout au plus, notamment en raison de la légère dilution des actionnaires et de la relative faiblesse de la création de valeur.

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

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 pou-

Analyses de société

voir tourner.

Le ratio courant de Millennium & Copthorne Hotels Plc montre que les actifs à court terme sont égaux aux passifs à court terme, ce qui nous semble constituer une position de liquidité suffisante, sans être confortable.

2. Trésorerie nette par action : -2,02 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. Néanmoins, nous relativisons ce constat en fonction des activités du groupe : la société est propriétaire d'une bonne partie de ses murs et le niveau des besoins en investissement est tel qu'à moins de diluer encore d'avantage les actionnaires, un certain niveau d'endettement financier est nécessaire.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 23,6

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 23,6 années d'activité « normale » de l'entreprise pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. C'est relativement élevé mais doit être mis en regard des actifs de la société : ceux-ci, essentiellement constitué des murs des hôtels exploités (environ la moitié de ceux-ci sont détenus en pleine propriété) : ces actifs ont en principe une durée de vie très longue.

4. Ratio de solvabilité : 57,3 %

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 correcte même si l'endettement est tout de même relativement élevé eu égard au cash généré.

Analyses de société

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

| | |
|-----|------|
| n-1 | 0,20 |
| n-2 | 0,34 |
| n-3 | 0,70 |
| n-4 | 0,42 |
| n-5 | 0,51 |
| n-6 | 0,31 |
| n-7 | 0,23 |
| n-8 | 0,21 |

Le bénéfice de la société est assez erratique et démontre que l'activité hôtelière est, au moins en partie, relativement cyclique. À noter que le bénéfice de l'année dernière a été divisé par 2 en raison de réductions de valeur sur le patrimoine immobilier, un évènement qui n'entraîne pas de sortie de cash et qui est, en principe, ponctuel.

2. Chiffre d'affaires par action

| | |
|-----|------|
| n-1 | 2,61 |
| n-2 | 2,55 |
| n-3 | 3,18 |
| n-4 | 2,38 |
| n-5 | 2,60 |
| n-6 | 2,38 |
| n-7 | 2,13 |
| n-8 | 2,34 |

Le chiffre d'affaires est relativement stable dans le temps.

3. Free cash-flow par action

| | |
|-----|-------|
| n-1 | 0,19 |
| n-2 | -0,82 |
| n-3 | 0,62 |
| n-4 | 0,41 |
| n-5 | 0,62 |
| n-6 | 0,35 |
| n-7 | 0,28 |
| n-8 | 0,24 |

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.

Celui-ci fluctue au gré des acquisitions ou des (rares) cessions réalisées par Millennium. Ici aussi, nous ne constatons pas vraiment de tendance à la croissance.

4. Dividende par action

| | |
|-----|------|
| n-1 | 0,14 |
| n-2 | 0,23 |
| n-3 | 0,14 |
| n-4 | 0,17 |
| n-5 | 0,10 |
| n-6 | 0,06 |
| n-7 | 0,06 |
| n-8 | 0,13 |

La politique de dividende de Millennium & Copthorne Hotels consiste à distribuer +/- 1/3 des bénéfices comptables du groupe. Ceci explique la volatilité des montants des montants payés aux actionnaires.

5. Marge d'exploitation

| | |
|-----|--------|
| n-1 | 13,22% |
| n-2 | 23,61% |
| n-3 | 22,21% |
| n-4 | 18,22% |
| n-5 | 14,08% |
| n-6 | 12,61% |
| n-7 | 11,47% |
| n-8 | 18,86% |

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.

Hors impact des réductions de valeur sur l'immobilier, la marge d'exploitation est relativement stable.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semble confirmer que Millennium & Copthorne Hotels n'est pas une société de croissance à proprement

Analyses de société

parlé, mais qu'elle doit supporter une certaine cyclicité. Le ralentissement en Asie de ces 2 ou 3 dernières années pèse sans doute en partie sur les derniers résultats.

V. Rentabilité

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

1. ROE

| | |
|-----|-------|
| n-1 | 2,86% |
| n-2 | 4,86% |
| n-3 | 9,98% |
| n-4 | 6,20% |
| n-5 | 7,79% |
| n-6 | 4,94% |
| n-7 | 4,00% |
| n-8 | 3,68% |

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 5,5 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires n'est pas rentabilisé de manière satisfaisante. Ce constat doit néanmoins être relativisé en fonction de l'importance du parc immobilier qui est détenu par l'entreprise : ce parc immobilier mobilise des capitaux importants qui réduisent mécaniquement le taux de rendement.

2. Rapport free cash flow/dividende

| | |
|-----|-------|
| n-1 | 1,38 |
| n-2 | -3,62 |
| n-3 | 4,53 |
| n-4 | 2,48 |
| n-5 | 6,22 |
| n-6 | 5,56 |
| n-7 | 4,47 |
| n-8 | 1,90 |

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.

Au cours de ces 8 dernières années, le free cash flow généré a couvert, en moyenne, 2,86x le montant du dividende distribué. Le niveau moyen du divi-

Analyses de société

dende ne semble donc pas en péril.

Conclusions : Millennium & Copthorne Hotels présente une rentabilité apparente plutôt faible.

VI. Valorisation

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

1. **PER 2015** : 20,8 (PER moyen des 8 dernières années : 12,5)
2. **Rendement dividende 2015** : 3,3 %
3. **Price to book 2015** : 0,59 (price-to-book moyen des 8 dernières années : 0,73)
4. **Price Net cash ratio** : -2,06 (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 Millennium & Copthorne Hotels s'établit à **9,09 GBP**.

VII. Conclusions

À notre coût d'achat de 4,16 GBP, il est possible d'acquérir des actions Millennium & Copthorne Hotels avec un potentiel par rapport à **notre objectif théorique de 118 %**.

Les ratios d'analyse que nous vous avons présentés ci-dessus semblent relativement moyens, voire même médiocres par rapport à ce que nous rencontrons habituellement dans les RAPP dans lesquelles nous investissons.

« Mais pourquoi diable dès lors vous intéressez-vous à cette société ? »

Ami(e) lecteur(trice), pour essentiellement deux raisons :

- La première, c'est que nous avons le sentiment qu'il s'agit d'une entreprise qui est parfaitement positionnée pour profiter d'un affaiblissement éventuellement durable de la Livre Sterling : l'essentiel des hôtels qu'elle exploite sont situés en dehors du Royaume-Uni et donc produisent leurs comptes sociaux dans une monnaie qui n'est pas la Livre Sterling. Une fois les résultats transformés en Livres Sterling pour confectionner les comptes consolidés du groupe, ceux-ci seront mécaniquement plus élevés. Quant aux hôtels situés au Royaume-Uni, ils pourraient peut-être bénéficier de l'augmentation du pouvoir

Analyses de société

d'achat des touristes étrangers comparativement à la parité de leur monnaie vis-à-vis de la Livre Sterling et profiter de ce phénomène pour augmenter le nombre de nuitées par établissement.

- La deuxième raison est essentiellement « daubasse ». Comme nous l'avons exprimé à plusieurs reprises dans l'analyse, l'entreprise est propriétaire d'une partie des hôtels qu'elle exploite. Une petite partie des sites restants sont situés sur des terrains loués sous forme de baux emphytéotiques et le reste est pris en location souvent sur du long terme. Ajoutons que la société détient aussi quelques immeubles qu'elle n'exploite pas directement mais qu'elle met en location. Ces immeubles ne sont d'ailleurs pas toujours liés à l'activité hôtelière puisqu'on y retrouve, pêle-mêle, un shopping center à Singapour, un immeuble de bureaux à Baltimore, un terrain en Californie ou des hôtels loués au groupe Accor (un à Singapour, trois à Brisbane et deux à Perth) et d'autres hôtels loués à des tiers (un à Auckland, un aux Maldives, deux au Japon et un au Royaume-Uni).

C'est donc ce patrimoine immobilier qui, en tant qu'amateurs d'actifs, nous a intéressés au plus haut point avec Millennium. En effet, la VANE de la société s'établit à 3,86 GBP, ce qui se situe à peine sous le cours actuel. Il nous semble donc y avoir là un solide collatéral tangible pour garantir une bonne partie de notre investissement (le potentiel cours/VANT est d'ailleurs de 75 % !).

Enfin, une ultime cerise sur ce gâteau déjà bien garni : il s'agit de la dévaluation de la Livre Sterling par rapport aux autres monnaies.

En effet, comme nous l'avons vu, la plus grande part des actifs de Millennium sont détenus en dehors du Royaume-Uni, là où ils sont valorisés en devises locales.

« Grâce » à la menace de Brexit et la chute de la GBP qui en a suivi, tous les actifs étrangers de Millenium ont mécaniquement pris de la valeur en GBP et ce phénomène n'apparaîtra que lorsque les prochains comptes seront publiés.

Ainsi, toute chose restant égale, nous avons estimé que l'impact de la baisse de la Livre sur les actifs de Singapour avait un impact positif de 0,27 GBP par action Millennium, de 0,19 GBP sur les actifs américains, de 0,18 GBP sur les actifs néo-zélandais, de 0,08 GBP sur les actifs européens. Nous n'avons malheureusement pas suffisamment de détail pour les actifs asiatiques mais on peut estimer que les nouveaux comptes consolidés présenteront, à tout le moins, une augmentation des fonds propres exclusivement due au change de 0,72 GBP par action, soit 10 %, ce qui augmenterait encore notre marge de sécurité exprimée en GBP.

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