

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 7
News de nos sociétés	page 9
Analyse de la société Genesis Land Development Corp.....	page 15
Analyse de la société Adverum Biotechnologies, Inc.	page 18
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 22

Edito



Octobre 2016. Rapport de gestion

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 8.56€, en progression de +2.39% sur le mois de septembre. Sur l'année 2016, après 9 mois, notre performance est de +8.64%.

Sur le mois de septembre notre portefeuille a subi un change défavorable de -0.45%. Et sur l'année 2016 notre portefeuille subit également un change défavorable de -3.54%.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis, a progressé sur le mois de septembre de +0.04%. Sur l'année 2016, sa performance est de +1.06%.

Durant ce mois où il ne s'est pas passé grand-chose, puisque madame Yellen a reporté une Xème fois le relevé des taux US pour raison électorale évidente et où les marchés sont au point mort depuis le mois d'août (+0.26%) et le confirmement en septembre (+0.04%), notre portefeuille signe un plus haut historique avec une VL par part de 8.5593€, dépassant la VL de 8.3153€ de fin avril 2015. Nous notons aussi, à titre anecdotique, que notre portefeuille signe en septembre son 7ème mois de performance positive consécutive, le précédent record de performance positive consécutive est de 9 mois et cela s'était produit de juillet 2012 à février 2013.

Ce n'est cette fois pas un secteur, comme nos mines de métaux précieux ou les pétrolières, qui poussent la performance à la hausse, mais des sociétés de différents secteurs, ce qui est le cas de figure typique d'un portefeuille diversifié co-

Edito

tant globalement sous les actifs nets tangibles. Et qui sur une petite concentration d'événements positifs sur quelques sociétés en particulier est capable de se décorer positivement des marchés. Les raisons sont différentes et variées. Cela peut-être dû à un résultat positif qui inverse définitivement la perspective future de la société, comme la simple annonce d'un reverse split après la menace de délistement, voire encore d'un résultat moins mauvais qu'attendu... Sur le mois, nous ne notons pas moins de 6 sociétés réalisant une performance positive à 2 chiffres, contre seulement 2 sociétés réalisant une performance négative à 2 chiffres. Ces sociétés sont les suivantes :

Allied Health Care Products : + 41.21%

Amrep Corp : +39.12%

Emerson Radio: + 20.01%

Aurico Metals Inc: +15.72%

Natuzzi: 13.64%

Gravity Corp Ltd : +11.14%

Thalassa : -14.72%

Apollo Education Group : -10.47%

Au 30 septembre, nous avons également acté la faillite de BFS Entertainment Multimédia en reprenant sa valeur pour 0€. En faillite depuis le mois d'avril, nous espérons encore encaisser quelque chose de la liquidation de la société. Cinq mois plus tard, les probabilités se sont réduites à presque zéro.

Après une belle performance de septembre ou une surperformance de plus de 7.50% par rapport à notre benchmark (le MSCI World) sur l'année 2016, voire encore nos 747.18% depuis le début en cette fin de mois, la faillite de BFS rappelle à l'équipe des Daubasses, et pourrait rappeler à n'importe quel investisseur subissant la faillite d'une daubasse, voire une perte importante sur un investissement, que ce n'est pas la peine de se prendre pour le « King », pas la peine de s'imaginer en cachalot de la finance et laisser sous-entendre que votre cerveau de 8 kilos met à disposition de votre portefeuille 7 kilos et demi de matière grise éructant de la certitude infaillible !

Non, pour nous, la modestie est toujours de mise et le restera toujours, car nous savons juste que nous avons un avantage statistique important avec le process que nous avons mis en place et que nous appliquons le plus strictement possible. Mais cet avantage statistique nous explique aussi pour le moment que sur 3 investissements, 1 sera en perte et 2 seront gagnants. Et que dans ces investissements en perte les faillites ne sont pas à exclure.

L'investissement est une composition disparate de moments jubilatoires qui vous incitent à vous prendre pour autre chose que ce que vous êtes : une star de la finance ; de moments difficiles qui vous font croire que vous êtes le dernier des minables. Et de moments où il ne se passe pas grand-chose et où vous n'y comprenez plus rien. Ces trois moments ne sont que des émotions que tout

Edito

investisseur rencontre et vit. L'important étant de comprendre que ces émotions ne vous sont d'aucune utilité pour investir. La seule chose utile est un process, d'autres diront une stratégie d'investissement qui vous offre un avantage statistique important et que vous devez vous efforcer à suivre le plus strictement possible. Et c'est déjà suffisamment difficile à mettre en pratique contrairement à ce que pensent beaucoup d'investisseurs, qui investissent avec des convictions, à l'instinct, avec de l'à peu près et beaucoup croyances... surtout en leur capacité à comprendre et connaître, un tas de paramètres régis le plus souvent en grande partie par le hasard.

Mouvements mensuels

Le 16 septembre 2016, nous avons vendu une option put sur la société **Apollo Education Group** et effectué en quelque sorte un renforcement sur ce qui a été au départ une opération d'arbitrage, démarrée avec un premier achat le 24 mai de 400 actions à 9.28\$. Cette société fait l'objet d'une OPA à 10\$ approuvée par les actionnaires. Notre gain sur cette première opération, si l'OPA se réalise, serait donc de 7.88% en USD. Nous avons observé au fil du temps que le marché ne prenait pas au sérieux cette OPA, puisque le cours est même passé sous 8\$ à 7.90\$ en clôture le 14 septembre, soit 15% sous le prix de notre premier achat. La raison ? Un marché qui massacre tout le secteur suite à la faillite du concurrent coté ITT Educational Services qui ne survit pas à une modification des allocations des subventions publiques.

Nous avons donc décidé, si l'OPA ne devait pas avoir lieu, d'abaisser simplement notre prix d'achat avec une option put à un strike de 8\$. L'idée est donc simple: si l'OPA n'a pas lieu ou si au 20 janvier 2017 le cours est sous 8\$, nous recevrons 400 actions à un coût de revient approximatif de 7.32\$ (8\$ - la prime de 0.68\$). Nous doublons donc notre position et le prix moyen de nos actions serait alors de +/- 8.30\$ l'action, sur un potentiel estimé par nos soins de 36.18\$, ce qui représente plus de 300%. En revanche, si l'OPA a lieu (qui est le scénario que nous privilégions), le gain global tournerait autour de 7.80% en €, puisque nous avons encaissé une prime de 7.88% en USD de notre émission d'options put.

Le 28 septembre 2016, nous renforçons également la société **Allied Health Care Product**. Une nouvelle importante vient de tomber : la direction va proposer à l'assemblée générale un reverse split de 1:2 ou de 1:5... et nous renforçons donc notre premier achat avec 5 900 actions à un prix de revient inclus de 0.71\$, pour la somme de 3 753.81 \$ représentant 1% du portefeuille. L'histoire d'un délistement déroule souvent le même scénario, à savoir une exagération du marché qui largue à n'importe quel prix pour ne pas prendre le risque de voir la société listée sur un marché non réglementé comme l'OTC. Certains fonds n'ont d'ailleurs pas le droit de détenir des actions sur un marché non réglementé. Ou encore, certains investisseurs n'ont parfois pas accès à ces marchés. D'autres n'apprécient pas du tout les marchés non cotés pour le manque de liquidité qui s'amplifie parfois, pour la possibilité du manque d'information financière et sta-

Edito

tistique. Nous nous sommes déjà penchés sur la question : un pourcentage élevé de sociétés délistées font faillite rapidement, une fois délistées ! C'est donc pour toutes ces raisons qu'une exagération à la baisse se produit toujours sur le cours, les investisseurs anticipant le pire, en excluant souvent la possibilité d'une proposition de reverse split par la direction qui est quand même relativement courante.

Le scénario de la chute d'Allied Health Care n'échappe pas au scénario habituel. En novembre 2014, la société cote à 1.50\$ et nous achetons notre premier lot à 1.20\$ le 1er octobre 2015. Le 18 janvier 2016, la société cote sous les 1\$ à 0.99\$. Ensuite la chute va s'accélérer et s'amplifier avec l'annonce du délistement du 29 février 2016 fixant celui-ci au mois d'août. Le cours va alors perdre pratiquement 50% en 6 mois, pour atteindre 0.53\$ en août 2016, date butoir du délistement.

Ce qui est exagéré, c'est que dans le rapport de mars la valeur d'actif net tangible était de 2.57\$. Vous nous direz que cela peut descendre, bien sûr. Mais à la louche et a minima, une société propriétaire d'un parc immobilier au coût d'acquisition de 1.74\$ et dont l'endettement total est de 0.72\$, ne devrait rationnellement pas coter sous 1\$. Nous n'avons pas la moindre certitude pour la suite, mais à notre prix de revient de 0.88\$ (premier achat + renforcement), nous jugeons que le risque est limité grâce au collatéral immo pour un potentiel estimé de x3,14 ou de 214%. Le rapport risque / potentiel nous semble très intéressant dans un marché qui n'en finit de monter et où la rareté des occasions est devenue la norme. Après cette opération, nous détenons 8 980 actions, pour la somme de 7 068.96€, pesant 1.92% du portefeuille.

Le portefeuille, quelques détails supplémentaire

Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme totale de **3 753.81 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **225.75 €** (cette somme est en fait la prime net de taxe en € que nous avons encaissé pour l'émission d'option put sur Apollo Education Group)

Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme totale de **70 486.65€**

Nous avons vendu pour la somme totale de **81 043.19€**

Les liquidités pèsent en fin de mois 19.05% du portefeuille, et sont en très légère diminution par rapport au mois d'août. Par rapport au 31 décembre 2016, les liquidités sont en augmentation de 20,91%.

La performance par catégorie sur l'année 2016 jusqu'au mois de septembre

1° Diversification Value = +30.03% (sur le dernier mois = +3.82%)

2° Net Estate = +12.59% (sur le dernier mois = +8.15%)

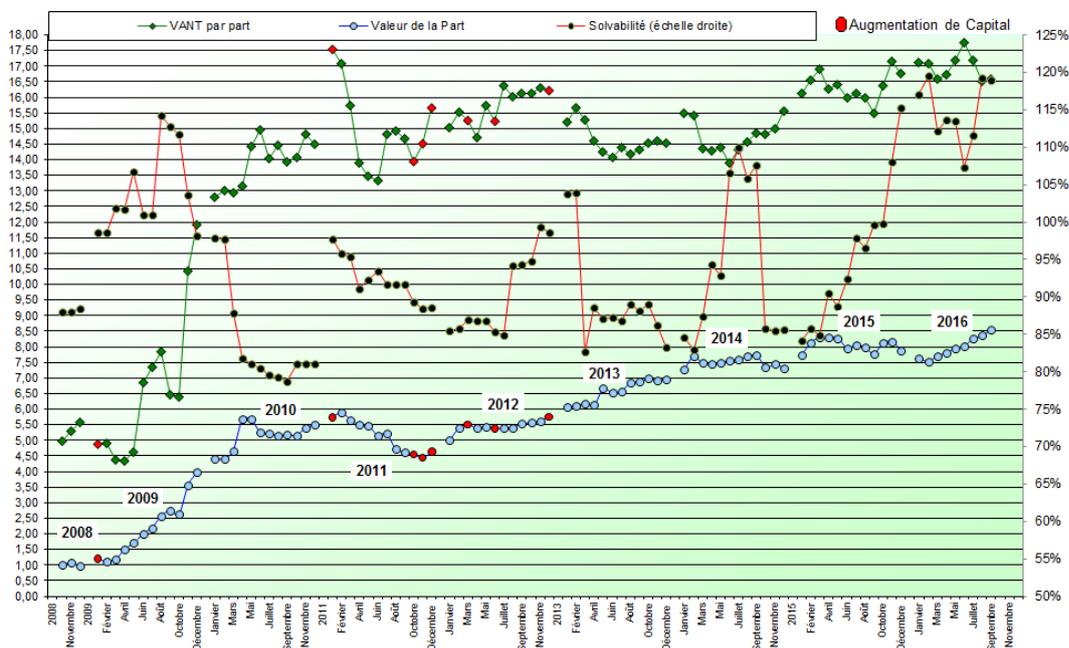
3° Net Net = +4.31% (sur le dernier mois = -2.06%)

4° RAPP = +2.94% (sur le dernier mois = +0.06%)

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 septembre 2016	
Valeur d'une Part	8,56 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,59 €
Potentiel	93,85%
Solvabilité pondérée	118,89%
3,33% Pondération Max	12.186,51 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	37,19%
Dollar Américain	40,62%
Livre Sterling	13,54%
Dollar Canadien	6,14%
Courone Suédoise	1,00%
Franc Suisse	1,14%
Variation des devises Yield	-3,54%
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
2	2	4	97%	Trans World Entertainment	465%	1,13%	3	2	5	184%	Exacompta - Clairefontaine	47%	2,65%
0	1	1	42%	Leeds Group Plc	94%	2,09%	1	3	4	71%	Gevelot	348%	3,80%
0	0	0	30%	Jemtec	-66%	0,22%	3	3	6	159%	Irce	32%	1,10%
0	0	0	0%	BFS Entertainment&Multimédia	-100%	0,00%	2	2	4	91%	Natuzzi	-18%	1,66%
0	0	0	3%	MBL Group	80%	1,19%	0	3	3	44%	Peel Hotels	197%	4,36%
3	0	3	307%	Asian Pacific Wire & Cable	4%	2,83%	0	3	3	88%	Hammond Manufacturing	60%	1,14%
3	0	3	172%	Deswell Industries Inc	3%	2,62%	3	1	4	245%	Dover Downs Gaming	6%	1,84%
0	1	1	69%	Velcan Energy	16%	0,48%	1	0	1	70%	I Grandi Viaggi	26%	2,28%
0	0	0	30%	Gravity Corp Ltd	2%	1,83%	0	1	1	51%	SunLink Health System	36%	2,39%
2	2	4	102%	Emerson Radio	-26%	1,21%	3	1	4	252%	Signaux Girod	-6%	1,64%
3	1	4	104%	Enteq Upstream Plc	1%	1,88%	0	2	2	8%	Amrep Corp	126%	3,37%
0	2	2	48%	Richardson Electronics Ltd	17%	1,05%	3	0	3	193%	Gafisa S.A.	2%	2,83%
3	0	3	475%	Rubicon Technology Inc	-43%	0,55%	3	1	4	629%	Civeo	-33%	1,32%
3	1	4	137%	GigaMedia Ltd	-7%	0,87%	3	1	4	177%	Thalassa	-25%	1,43%
0	0	0	29%	CDI Corp	17%	1,07%	0	1	1	50%	Hyduke Energy Services	27%	0,99%
							3	1	4	153%	Bernard Loiseau	-1%	0,90%
							3	1	4	214%	Allied Health Care Products	-7%	1,79%
							2	1	3	80%	O2 Micro International Limited	13%	0,99%
							3	0	3	112%	Melcor Development Ltd	0%	0,93%
							3	0	3	87%	Pittards Plc	18%	1,17%
							0	3	3	61%	CPH Chemie und Paper Holding	23%	1,14%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	101%	Eastern European Property	-33%	0,45%	3	3	6	98%	GEA	12%	0,96%
0	2	2	16%	Luxempart	57%	1,48%	0	2	2	63%	Global Sources Ltd	43%	1,40%
0	0	0	28%	Dundee Precious Metal	-48%	1,52%	1	2	3	71%	FutureFuel	-5%	0,95%
0	2	2	3%	Sofragi	39%	0,82%	0	1	1	51%	ADL Partner	-13%	0,84%
1	3	4	69%	(ADR) First Pacific Ltd	-26%	0,82%	3	2	5	261%	Dillard's Inc	-32%	0,61%
1	3	4	22%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	14%	1,24%	3	1	4	164%	Kohl's Corporation	-4%	0,90%
0	1	1	52%	Argonaut Gold	-34%	0,82%	3	2	5	105%	Graine Voltz	-6%	0,85%
0	0	0	50%	Sprott Ressources Corp	-69%	0,54%	3	1	4	319%	Apollo Education Group	-15%	0,77%
3	1	4	252%	Aurico Metals Inc	23%	1,10%	2	1	3	84%	Holland Colours NV	13%	1,11%
2	3	5	80%	Great Eagle Holdings Ltd	48%	1,36%	3	3	6	110%	Millenium & CopThorne Hotels Plc	0%	0,97%
1	2	3	32%	Symphony International Holdings Ltd	16%	1,05%							
1	2	3	29%	Bonheur ASA	-35%	0,65%							

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



Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI

La société a annoncé qu'elle allait proposer un reverse split à la prochaine AG. Soit de 1:2, soit de 1:5.

À partir du moment où la menace de délistement devient quasi nulle, le potentiel estimé de 274%, sur une VANT de 2.62\$ calculée avec le dernier rapport du mois de juin, nous a semblé très intéressant en cette période de vache maigre à la décote.

Pour info, nous avons acheté un premier lot de 3 080 actions à 1.20\$ le 1 octobre 2015.

Et par équité, voici les réponses que nous avons apportées à l'un de nos abonnés qui nous questionnait par mail :

« Vous évoquez dans votre lettre de janvier 2015 deux procès en cours. Cette situation a-t-elle été régularisée depuis ?

L'équipe des Daubasses : Vous avez raison de rappeler ces faits qui sont les 2 points noirs du dossier. Pour rappel, nous estimions les risques à 0,03 USD par action. Même en cas de revers juridique, cela reste des montants extrêmement mineurs.

Il ne subsiste dans le rapport annuel publié récemment que le litige lié à la production électrique avec Niagara Mohawk Power Corporation concernant la libre production d'électricité. En fait, suite à un récent jugement, la société ne va payer aucune amende ou autres frais, mais a commencé à payer l'électricité depuis le 31 mars 2016.

N'est-ce pas bizarre d'annoncer un reverse split en avance de phase créant de ce fait un achat massif d'actions et une augmentation de la cote ? (volume de 400 000 aujourd'hui par rapport à quelques dizaines de milliers les jours précédents et 30% d'augmentation du cours sur la journée).

L'équipe des Daubasses : La direction devait bien, un jour ou l'autre, annoncer ce qu'elle projetait de faire sur son risque de delisting en cotant trop longtemps sous les 1 USD. C'est un signe relativement positif du ma-

News de nos sociétés

nagement quant à la volonté de rester coté sur un marché réglementé. Le marché apprécie, comme nous, la potentielle disparition de cette incertitude.

Début 2015, vous faisiez état d'un avenir assez sombre pour cette société si la stratégie n'était pas changée, la société engrangeant perte sur perte.

L'équipe des Daubasses : Si la société génère bien trimestres après trimestres des pertes comptables, en fait, si nous regardons le tableau de flux de trésorerie, nous remarquons que le cash de la société reste relativement stable dans le temps (sur les 3 dernières années par exemple). Mieux, la société préserve ses biens immobiliers tout en les dépréciant (= dépréciations comptables sans effet cash) alors qu'en parallèle, le cours de bourse est en chute libre. Une asymétrie que nous apprécions dans notre approche patrimoniale.

Votre renforcement est-il spéculatif en se basant sur le point n°3 de votre conclusion à savoir que la société rachète toujours ses actions à des prix bien supérieur au cours actuel ?

L'équipe des Daubasses : Tout investissement peut être qualifié de spéculatif. En fait, au-delà d'un éventuel rachat d'actions par la société elle-même, ce sont directement les fondamentaux de la société elle-même qui nous rassurent. »

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

La mine d'or annonce qu'un accident mortel a eu lieu sur son site de El Castillo. A l'heure, les opérations d'extraction ne sont cependant pas suspendues. Espérons que ce n'est qu'un incident isolé qui ne remet pas en cause la sécurité sur l'ensemble des sites d'Argonaut.

CDI Corp (USA) Ticker : CDI

La société a vendu une de ses filiales anglaises (Anders Elite Ltd) à la direction et à ses employés. Ce qu'elle a reçu réellement de cette vente n'est pas encore très clair et il est donc impossible de le chiffrer exactement. Mais on peut déjà dire qu'elle n'est pas perdante.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Par communiqué de presse, la société explique avoir utilisé 80 M CAD de sa ligne de crédit autorisée auprès de ses banques en plus d'une vente en avance de son or pour 50 M CAD pour mener à bien ses projets miniers en développement en Bulgarie (site de Krumovgrad). Les travaux commencent ce mois d'octobre et le site devrait entrer en service au T4 2018.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

La publication des résultats semestriels fait ressortir une valeur des immeubles qu'il reste encore en portefeuille net des passifs à 100,79 pences par action. C'est une baisse de -0,7% par rapport à l'actif net au 31 décembre 2015 de 101,46 pences.

La mangement semble faire tout son possible pour réaliser les derniers biens immobiliers et retourner le cash aux actionnaires, d'abord sous la forme de ra-

News de nos sociétés

chats de titres, et enfin, avec le versement d'un dividende. Plus vite le bien sera vendu, dans de bonnes conditions, et plus nous serons satisfaits de récupérer notre cash. Au cours actuel de 50,0 p, on pourrait avoir quelques bonnes surprises.

Exacompta - Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

Les résultats progressent sur Exacompta Clairefontaine. Nombreux étaient ceux qui la considéraient comme « morte », une pièce pour petit porteur...

Les ventes, comme le résultat, progressent. Avec un bénéfice sur le premier semestre 2016 de 6,1 M EUR, c'est une progression de +69,5% par rapport à la même période de l'exercice précédent. Ainsi, notre objectif de cours (= VANT) progresse de +1,8% à 292,75 EUR par action. La solvabilité est largement dans les clous à 61,4%.

Depuis le début de l'année, le titre progresse de +54% pour dépasser les 100 EUR et a versé un dividende de 2 EUR par action sur la période.

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Nous avons de nouvelles informations concernant la mise sur le marché de la filiale Tenda. Le management rappelle qu'une introduction en bourse de sa filiale n'est pas finalisée et qu'il étudie encore les meilleurs moyens de créer de la valeur pour les actionnaires. Bla bla... Est-ce que cela signifie qu'il serait peut être envisagé la vente de la totalité de la filiale vers un industriel du secteur ? A suivre dans le prochain épisode.

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Le second trimestre, clôturé au 30 juin, est d'assez bonne facture, malgré un chiffre d'affaires en baisse de 5%. La société parvient à réduire l'ensemble de ses coûts opérationnels de 2%, même si nous notons que les coûts fixes ont bondi de 7%. Sur les opérations courantes, les profits nets ont augmenté de 25%, passant de 0.28\$ un an plus tôt sur la même période, à 0.35\$ au 30 juin 2016.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Après la crise économique, la situation géopolitique au Kenya et les risques terroristes, nous nous demandons quelle excuse la direction du gestionnaire de villages de vacances allait utiliser pour justifier ses résultats du 1er semestre qui, fatalement, restent médiocre... Et bien, toutes celles-là (ben oui, elles peuvent encore servir). Mais on y ajoute, en plus, une petite innovation : la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs. Pour l'ensemble de l'année, la direction espère un résultat moins mauvais que celui, calamiteux, de l'année précédente (il ne manquerait plus que ça !).

Cet objectif semble néanmoins atteignable puisque la perte par action au S1 s'est un peu réduite passant de 0,13 euros à 0,08 euros.

La VANE qui, étant supérieure à la VANT, constitue notre objectif de cours, s'établit à 1.71 EUR

News de nos sociétés

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Malgré une forte baisse de l'activité sur le premier semestre 2016 de -18,4% à cause d'un marché du câble brésilien morose, la société a réussi à limiter la casse en générant un bénéfice net de 1,2 M EUR (divisé par presque 3 par rapport au S1 2015).

Ainsi, sur 3 mois, la VANT progresse encore de +3,1% à 4,62 EUR. La solvabilité se maintient à un niveau correct à 61,3% (au-dessus du niveau minimum exigé de 40%).

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Jemtec a remporté un appel d'offre avec le ministère de la justice canadien concernant le contrôle d'individus via fréquence radio et GPS, avec des options par exemple sur le contrôle de l'alcoolémie. C'est un contrat sur 3 ans avec deux options de 1 an chacune.

Si cet événement pouvait augmenter un peu la liquidité du titre, ou bien motiver le management à reverser ce qu'ils ont dans les caisses, ce serait inespéré !

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Comme la direction l'avait annoncé lors de la publication des résultats du 1er trimestre, les chiffres du 2e trimestre se sont légèrement tassés avec, notamment, un résultat d'exploitation à nouveau négatif au cours du trimestre, celui-ci reste néanmoins positif sur l'ensemble du semestre.

La VANE qui, étant supérieure à la VANT, constitue notre objectif de cours s'établit à 3.32 USD.

Pittards Ltd (UK) Ticker : PTD.L

Notre société anglaise qui fabrique entre autres des sacs de dame en cuir, signe au 30 juin un premier semestre assez stable en ce qui concerne la valeur patrimoniale qui s'établit à 173.23 Gbx. La société dégage, malgré sa présence dans la catégorie daubasse, un profit de 1.51 Gbx. Bien entendu, si l'on compare ces profits au même semestre de 2015, on constate grosso modo qu'ils ont été divisés par 3, ce qui effraie sans doute le marché. Et pourtant, le chiffre d'affaires n'a reculé que de 15% par rapport à la même période de 2015, et les profits bruts de seulement 10%. Le fait que les profits aient été divisés par trois s'explique par une augmentation du nombre d'actions de 45% par rapport à juin 2015. Mais cette augmentation du nombre d'actions date de 2015 ! De notre point de vue, rien de grave, au contraire, les profits assurant toujours une certaine stabilité des actifs tangibles a minima.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

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

60.19% d'actions

26.10% d'obligations

12.46% de liquidités ou placements court terme

0.85% dépôts de garantie

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

59.77 % d'actions

News de nos sociétés

25.75 % d'obligations

13.90 % de liquidités ou placements court terme

0.58% dépôts de garantie

Nous observons en ce dernier mois de vacances, une légère diminution de la partie actions et obligations au profit des liquidités. Nous remarquons aussi que la garantie liée à la couverture a été réduite.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Le rapport annuel clôturé au 30 juin nous montre une année difficile se soldant par une perte. La valeur patrimoniale est en recul et vaut 1.73\$ par action. En recul également la solvabilité qui s'établit à 46.87%. Le chiffre d'affaires de la société est en recul de -14% par rapport à 2015. Le coût des produits est également en recul de -3% et les coûts fixes de -9%. La société signe une perte hors résultat exceptionnel de 1.23\$ par action. Avouons que ce n'est pas très emballant. Nous remarquons toutefois que l'ebitda par segment est très différent. Celui sur les soins de santé est devenu cette année très largement négatif à -1.26\$ par action, tandis que l'ebitda sur la pharmacie reste positif à +0.10\$ par action. Les deux segments se partagent approximativement 50% des revenus de la société.

La nouvelle de la vente du Chestatee Hôpital pour 15 millions de \$ est donc une nouvelle que nous jugeons plutôt bonne, car une importante partie de la perte 2016 est due à cet hôpital. Toutefois cela reste à vérifier car la vente ayant eu lieu en août 2016, elle ne figure pas dans ce bilan annuel clôturé au 30 juin. La direction annonce uniquement qu'elle réduira une partie de la dette. Si comme nous vous l'annoncions le mois passé les profits de cette vente sont de 50%, soit de 0.74\$ par action, nous devrions voir la VANT progresser autour de 2.47\$ dans le prochain bilan.

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

Thalassa n'en finit plus de faire ses emplettes sur le marché actions de la place de Londres. Après une minière le mois dernier, c'est désormais sur une foncière que la société investit : The Local Shopping REIT. Ce sont 19 093 376 actions qui ont été acquises pour un coût de 5,65 M GBP. Thalassa détient ainsi 23,14% de cette société cotée. « Un bon point d'entrée », selon le management de Thalassa qui souhaite désormais réorienter la stratégie de la foncière initiée en juillet 2013 !

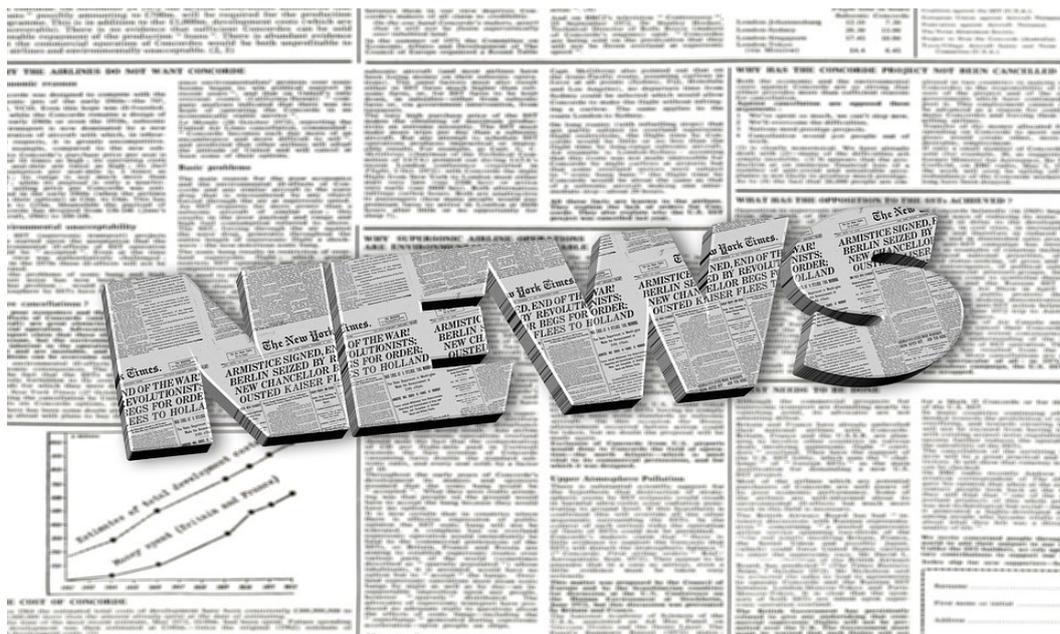
Le 21 septembre, la société a annoncé avoir racheté sur le marché 520 000 de ses propres actions à un cours de 36 pences. Le capital auto-détenu atteint 3 108 657 actions, soit 14,2% du capital de Thalassa.

On ne sait pas où le management nous embarque, mais on dirait que la trésorerie brûle les doigts des managers qui achètent à tout va. Les prochains rapports financiers et les évolutions de ces prises de participations permettront de prouver le bien-fondé de toutes ces opérations totalement hors cœur de métier, qui est pour rappel, le parapétrolier !

News de nos sociétés

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le rapport du second trimestre 2016 clôturé en août nous montre une valeur patrimoniale en léger recul à 5.56\$. La société signe une perte de 0.15\$ sur le premier semestre 2016. Dans le bilan, nous ne voyons pas encore de trace de l'ouverture des 18 nouveaux magasins de la saison estivale, mais les meilleurs mois sont ceux de fin d'année et donc devant nous. Nous devrions donc voir une amélioration dans les prochains bilans.



Analyses de société

Genesis Land Development Corp.

(Toronto, Ticker : GDC.TO / ISIN : CA37183V1022)

I. Introduction

GENESIS Genesis Land Development est un promoteur immobilier canadien fondé en 1991. Il est spécialisé dans l'immobilier résidentiel et travaille essentiellement dans la région de Calgary, dans l'Alberta.

Ses activités se développent sur deux axes : l'acquisition et le lotissement de terrains constructibles (son activité historique) et, depuis une dizaine d'année, la construction et la vente de logements unifamiliaux ou plurifamiliaux.

La baisse des cours du pétrole, une des principales richesses de cette province, fait craindre au marché une contagion au secteur immobilier, contagion qui est d'ailleurs bien réelle puisque Genesis Land connaît une contraction de ses volumes de vente depuis plusieurs mois.

Nous travaillons avec les comptes arrêtés au 30/06/2016.

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

La société présente un actif courant de 6,94 CAD par action duquel nous retirons les dettes et les intérêts des minoritaires. Nous obtenons une Valeur d'Actif Net Net de 4,99 CAD.

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

L'immobilier de la société est constitué exclusivement d'immeubles destinés à être vendus (donc inscrit en stock). Il n'y a donc pas d'immeubles destinés à être conservés et la VANE ne peut, par conséquent, être calculée.

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

Le poste le plus important, et de loin, de l'actif est logiquement composé du **stock d'immobilier**. Les $\frac{3}{4}$ de ce poste est composé de terrains soit en phase de développement, soit simplement stockés en attente de développement. Le solde est composé d'immeubles en construction ou construits en attente d'être vendus mais aussi de terrains agricoles codétenus avec des tiers.

Ces actifs sont évalués à leur coût de revient ou, s'il est inférieur, à leur prix de réalisation. Ces biens restent près de 3 années en stock, ce qui nous semble normal compte tenu des activités. La direction semble assez conservatrice dans

Analyses de société

la valorisation qu'elle fait de ce poste puisque des réductions de valeur représentant 18 % de la valeur brute ont déjà été actées.



Néanmoins, vous connaissez notre prudence de sioux et, afin de tenir compte du contexte économique morose en Alberta, nous décidons de prendre une marge de sécurité supplémentaire de 20 % sur les terrains et 30 % sur les autres biens. Nous amputons donc la valeur aux livres de ce poste de 1,34 CAD.

Les autres postes de l'actif sont, en réalité, plus anecdotiques. Nous nous penchons tout de même sur le poste de **créances commerciales**. Celles-ci sont payées en moyenne à 56 jours, en légère hausse par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices. Nous prenons une marge de sécurité de 15 % sur ce poste, soit 0,06 CAD.

Le **cash** représente 2,87 CAD par action et n'appelle aucune remarque particulière. Nous retirons aussi les actifs d'impôts différés que, fidèles à nos habitudes, nous considérons comme sans valeur. Nous retirons donc 0,12 CAD de la VANN.

En matière de **dilution**, nous avons relevé un grand nombre de **stock-options** en cours (représentant +/- 2 % du capital) mais leur prix d'exercice est significativement supérieur au cours actuel et nous décidons de ne pas en tenir compte.

Hors bilan, nous avons relevé :

- Des droits d'utilisation de marques pour un montant de 0,07 CAD
- Des engagements vis-à-vis des pouvoirs locaux pour 0,14 CAD
- Des garanties pour un crédit octroyé à un joint-venture pour 0,19 CAD
- Les loyers futurs à payer pour les bureaux occupés par Genesis pour 0,04 CAD.

Compte tenu de ce qui précède, nous évaluons Genesis Land Development, dans le scénario d'une mise en liquidation volontaire, à 3,03 CAD.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Au cours des 5 dernières années, la société a présenté un résultat opérationnel moyen de 0,20 CAD par action. Néanmoins, nous appliquons notre formule de calcul habituelle c'est-à-dire que nous amputons de 33 % à titre d'impôt forfaitaire sur le résultat, actualisons à 12 %, déduisons les dettes financières et les intérêts des minoritaires et ajoutons la trésorerie de l'actif. Nous pouvons ainsi établir la valeur de la capacité bénéficiaire de Genesis à... 0. Néanmoins, nous ne pouvons que constater que la société est bien apte à générer des profits lorsque le contexte est porteur.

Analyses de société

VI. Conclusions

Par rapport au cours actuel de 2,90 CAD, nous pouvons obtenir les marges de sécurité suivantes :

41,9 % sur la VANN

4,3 % sur la VLMV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 4,67 CAD) est de : +61 %. Notre calcul de solvabilité maison ressort à 74 %.

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

Très clairement, Genesis est une des victimes collatérales de la crise pétrolière qui impacte l'économie de l'Alberta et, par ricochet, la santé de son marché immobilier.

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

Si la crise perdure ou si le pétrole vient à perdre toute utilité économique, le marché immobilier de la région pourrait passer du stade « morosité » au stade « dépression ». Néanmoins, toute crise a des issues et l'Alberta, pas plus que n'importe quelle région du monde, n'est obligée de laisser son économie « scotchée » à un secteur particulier : les reconversions industrielles, ça existe. Néanmoins, si c'était le cas, il nous semble évident que la vraie valeur de la société mettra beaucoup de temps pour revenir dans les poches des actionnaires.

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

Outre une remontée durable des cours de l'or noir, nous constatons que Genesis est, pour un promoteur immobilier, très faiblement endetté (voir le ratio de solvabilité, excellent pour le secteur, de 74 %).

La direction montre aussi qu'elle est capable de créer de la valeur pour les actionnaires : au cours des 10 dernières années, les fonds propres par action ont plus que doublé passant de 2,07 CAD à 4,79 CAD. En tenant compte des dividendes qui sont distribués de manière assez erratique, il s'agit là d'une création de valeur de 9,3 % par an, ce qui nous semble très correct pour une daubasse. Notons qu'en 2007, dernier « âge d'or » du pétrole en date, le cours de l'action a flirté avec les 8 CAD, ce qui représentait plus de 3x les fonds propres de l'époque. Rêvons un peu : un tel scénario amènerait aujourd'hui le cours au-delà des 14 CAD... mais cela, ça reste du domaine du rêve et il vaut mieux revenir dans celui de la réalité, moins excitant mais tellement plus réaliste.

Analyses de société

Adverum Biotechnologies, Inc.

(Nasdaq, Ticker: ADVM / ISIN : US00773U1088)

I. Introduction

 Comme son l'indique bien, Adverum Biotechnologies est une société biotechnologique américaine dont le siège social est localisé en Californie. La société emploie 54 personnes.

Que fait la société ? Nous n'en savons pas grand-chose... Apparemment, la société développerait des techniques thérapeutiques par les gènes. Quelles maladies ciblées ? Combien de molécules en développements ? Phase 1, phase 2 ou 3 ? ... Nous n'en savons strictement rien et nous ne sommes aucunement des spécialistes du secteur.

Et peu importe finalement, puisque la seule chose qui nous intéresse vraiment, ce sont les actifs de la société. Et dans le cas d'Adverum Biotechnologies, c'est sa trésorerie gargantuesque de 241,3 M USD. Nous allons voir un peu plus en détail ci-dessous ce que la société a dans le ventre.

Les chiffres de la présente analyse sont issus du rapport semestriel clôturé au 30 juin 2016.

Le cours de référence est le cours de la clôture du mardi 27 septembre 2016, soit 4,05 USD.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 6,94 USD par action et l'ensemble des dettes représente 0,48 USD par action. La VANN s'établit donc à 6,47 USD par action.

Mais on peut aller plus loin, puisque la société est une triple net ! Chose assez rare pour le signaler. Elle cote en effet sous son cash net de tout passif. La seule trésorerie représente 6,89 USD par action. La valeur triple net ressort ainsi à 6,41 USD par action.

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

La société ne détient ni immeuble, ni terrain. Il nous est donc impossible de calculer une VANE.

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 - et pratiquement le seul actif de la société - est constitué de la **trésorerie**. Elle représente **6,89 USD par action** et n'appelle aucun commentaire.

Nous trouvons ensuite dans cette partie du bilan des **créances de partenaires** et des **paiements en avance**. Nous allons reprendre les montants inscrits au bilan avec une marge de 30%, **0,05 USD par action**.

Nous passons à présent aux **actifs fixes**. Tout d'abord, nous avons les **actifs intangibles** pour **0,48 USD par action**. Fidèles à notre approche patrimoniale basée sur la tangibilité des actifs, nous considérons ce poste comme sans valeur.

Les autres postes sont essentiellement des **équipements de laboratoires** et des **cautions**. De nouveau, nous allons prendre une marge de sécurité de 30% sur ces éléments pour ne retenir *in fine* que **0,08 USD par action**.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société ainsi que les intérêts minoritaires) représente **-0,48 USD par action**.

En **hors bilan**, nous n'avons trouvé aucun litige en cours mais un **engagement financier** avec l'Université de Cornell pour 13,3 M USD sur les 4 prochaines années pour des services de management de projets. Nous ne savons pas dans quelle mesure ces contrats sont annulables et allons prendre 80% de ce montant en dette. Soit une valeur de **-0,30 USD par action**.

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

Actif courant

- + Trésorerie et équivalents : 6,89
- + Créances + paiement en avance : 0,05

Actif immobilisé

- + Équipements de laboratoires + cautions : 0,08

Analyses de société

+ Intangibles : 0

Passif

- Total passif : -0,48

- Engagement hors-bilan avec l'Université de Cornell : -0,30

Ce qui nous donne donc une VMLV de **6,24 USD** par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Par nature, la société génère des dépenses sans commune mesure avec ses recettes. Elle génère donc structurellement de fortes pertes et nous ne pouvons par conséquent pas calculer de VCB pour Adverum Biotechnologies.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 4,05 USD, nous pouvons obtenir une marge de sécurité de :

37% sur la VANN de 6,47 USD

37% sur la valeur triple nette de 6,41 USD

35% sur la VMLV de 6,24 USD

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 6,59 USD) est de : +63%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 1 075%.

Ratio technologique = 33% (il représente la sommes des 5 dernières années de dépenses en Recherche & Développement divisé par la capitalisation boursière de la société).

La société a en effet dépensé 47,9 M USD depuis 2012.

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

Comme toute *biotech* qui se respecte, la société est un gouffre financier. Sur l'exercice 2015, pour 2,32 M USD de produits, la société a dépensé 22,11 M USD en frais généraux + 26,51 M USD en R&D. On ne peut pas dire que ce soit très alléchant comme programme.

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

La société pourrait continuer à cramer son cash à la pelle tout en ne sor-

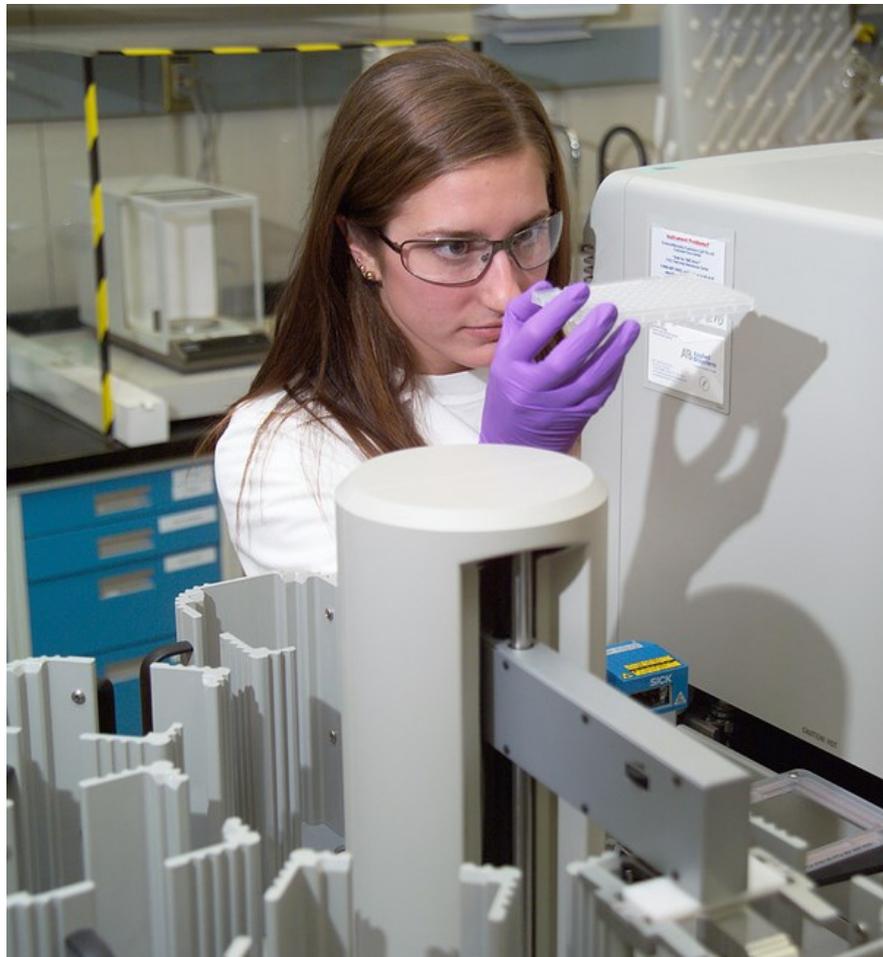
Analyses de société

tant aucun résultat positif sur ces produits candidats actuels. Dans le meilleur des cas, pour se financer, la société pourrait lever des fonds via des augmentations de capital fortement dilutives et donc destructrices de valeur pour les actionnaires. Ou bien, totalement disparaître faute de résultats concluants ou de projets porteurs.

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

À court terme, avec une valorisation boursière largement inférieure à sa trésorerie nette (4,20 USD vs. 6,41 USD), les risques semblent faibles. En fait, Adverum Biotechnologies pourrait faire une bien belle proie pour un plus gros du secteur, comme par exemple une société pharmaceutique... qui pourrait acquérir au cours actuel une société très largement excédentaire en cash, avec une équipe en place, des laboratoires qui tournent et tout le savoir-faire de la société (46,9 M USD de dépenses en R&D depuis 2012). Une offre d'achat devrait au moins se faire au niveau de la VMLV, soit largement au-dessus des 6 USD par action.

L'autre option réside dans la capacité de la société de sortir, à plus ou moins court terme, un médicament porteur qui propulserait alors potentiellement la valeur de la société.



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés