

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 8
Suivi des sociétés analysées	page 10
News de nos sociétés	page 13
Analyse de la société HKScan Corporation	page 21
Analyse de la société Zwahlen & Mayr SA	page 27
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 31

Edito



Performances...

Dans quelques jours, le 24 novembre plus précisément, notre aventure et notre portefeuille vont boucler leur sixième tour de piste. Hé oui ! 6 ans se sont déjà écoulés ! Nous avons décidé de vous parler dans cette 43ème lettre, de performances et de conditions de marché.

L'Article de Bill Gross que vous pourrez relire [ici dans son intégralité](#) nous explique en deux mots que c'est l'époque qui fait l'investisseur et pas l'inverse... Vous aurez peut-être déjà compris cher(e)s abonné(e)s que nous n'allons pas parler de notre performance dans cette édito. Pas qu'elle ne soit pas bonne ou que nous n'en soyons pas satisfaits, mais pour la simple raison que nous voulons continuer à la relativiser, par rapport à la période, trop courte selon nous. Puis aussi par rapport à notre idée que nous nous faisons depuis toujours de l'investisseur qui doit composer avec le doute et éviter de périr à n'en plus finir sur ses réussites passées, puisque pour un investisseur seul compte le futur. Et également retenir les enseignements des monstres sacrés comme Bill Gross qui nous dit que malgré des performances inédites il n'y a pas de roi de l'investissement en actions ou en obligations. Et c'est donc dans cet esprit et avec ces différents éléments que nous voulons avancer.

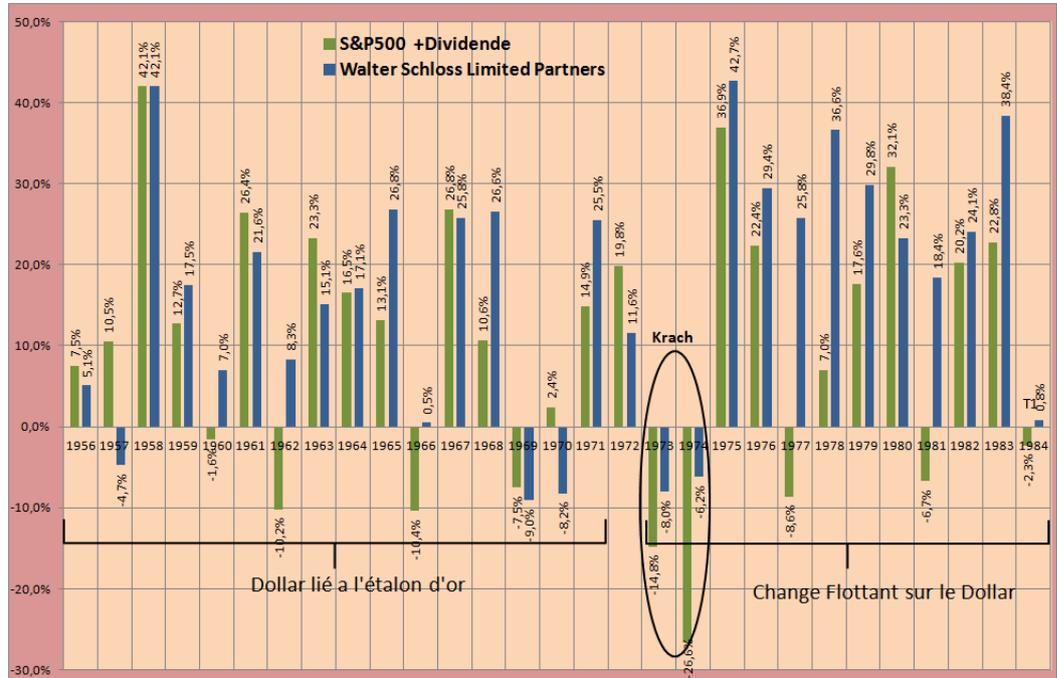
Nous allons donc essayer de commenter 28 ans et un trimestre de performances chiffrées, réalisées par l'investisseur que nous avons appelé dans l'un de nos articles « le plus grand chasseur de Daubasse de tous les temps ». Il

Edito

s'agit bien entendu de la performance de Walter J. Schloss, élève de Benjamin Graham, employé chez Graham avec Warren Buffett, ami de Buffett et le seul investisseur de l'équipe de Graham & Doddville à avoir appliqué l'investissement dans la valeur basé sur les net-net, voire sur une décote sur les fonds propres pendant toute sa vie d'investisseur.

Nous avons retrouvé la performance de Walter Schloss de 1956 jusqu'au premier trimestre de 1984. Nous aurions aimé une performance jusqu'en 2010 pour observer le krach de 1987, celui de 2000 et celui de 2007, ce qui aurait été intéressant, même si comme Bill Gross l'explique à partir de 1970 jusqu'à nos jours, la toile de fond est une extension du crédit et une hausse « ininterrompue » du marché. Ce qui ne nous permet pas de voir ce que ferait un investissement « Daubasse » dans un autre type de marché comme avant 1970, par exemple de 1929 à 1970 !

Nous avons donc déniché les performances de deux sociétés de Walter Schloss. Nous avons décidé de prendre la performance la plus faible, soit celle de « Walter J. Schloss Limited Partners » qui affiche sur 28 ans et 1 trimestre une performance annualisée de 16.10% pendant que le Standard & Poors 500, dividendes inclus, affichait une performance de 8.40%.



Que pouvons-nous observer ?

De manière globale, Walter Schloss affichera :

- 5 pertes sur 28 ans et 1 trimestre. Dont 2 pertes consécutives en 1973 et 1974, lors du krach lié au premier choc pétrolier. Le

Edito

marché affichera 9 années en perte sur la même période.

- Il sera battu par le marché 8 fois et 1 fois fera jeu égal, en 1958.

- Lors du krach de 1973-74, la perte de Walter Schloss est sur une base de 100 de -13.70%, tandis que celle du marché est de -

37.46% ! Cela peut donner à réfléchir sur le mythe du risque de sociétés en perte que sont généralement les Daubasses.

- Nous remarquons également que c'est juste après le krach, en 1975, que Walter Schloss signe sa meilleure performance de ces 28 ans et un trimestre avec +42.70%

Il nous est apparu une nette différence de marché avant le krach, de 1956 à 1972, soit sur les 17 premières années d'existences, et les 10 années après le krach qui courent de 1975 à 1984.

Prenons par exemple les hausses supérieures à 20% :

1956 - 1972, soit 17 ans : le marché affiche 4 hausses supérieures à 20%, c'est donc 23% du temps.

1975 - 1984, soit 10 ans : le marché affiche 5 hausses supérieures à 20%, c'est donc 50% du temps.

Nous pouvons déduire que les hausses de 20% sont plus de 2 fois plus fréquentes dans la seconde période que dans la première période.

Dans la première période de 1956 - 1972, nous observons trois baisses. La première, en 1962, a été déclenchée par JF Kennedy qui attaque les producteurs d'acier et qui aura comme conséquence de se répercuter en bourse avec une chute importante des valeurs de l'informatique et de l'électronique. En 1961, le PER de Texas Instruments est à 115, Control Data a un PER de 200. Le S&P500 termine à -10.20%, Walter Schloss à +8.30%.

La seconde 1966 : après plusieurs années de forte croissance de l'économie, les banques américaines se retrouvent à court de réserves dans un contexte où la Réserve Fédérale conduit une politique restrictive afin de contenir l'inflation. La crise se traduira par une chute des cours boursiers, une baisse des liquidités et une hausse des taux d'intérêts, provoquant un fort ralentissement de l'activité économique. Le S&P500 chute de -10.40%, tandis que le portefeuille de Walter Schloss affiche +0.50%.

La troisième, en 1969, est semblable au problème de 1966. Le S&P500 chute de -7.50%, tandis que le portefeuille de Walter Schloss affiche -9.00 %.

Nous avons également fait la moyenne de la performance de Walter Schloss sur les deux périodes:

De 1956 à 1972, la moyenne de la performance de Big Walt a été de 13.45%

Edito

De 1975 à 1984, la moyenne de la performance de Big Walt a été de 26.93%

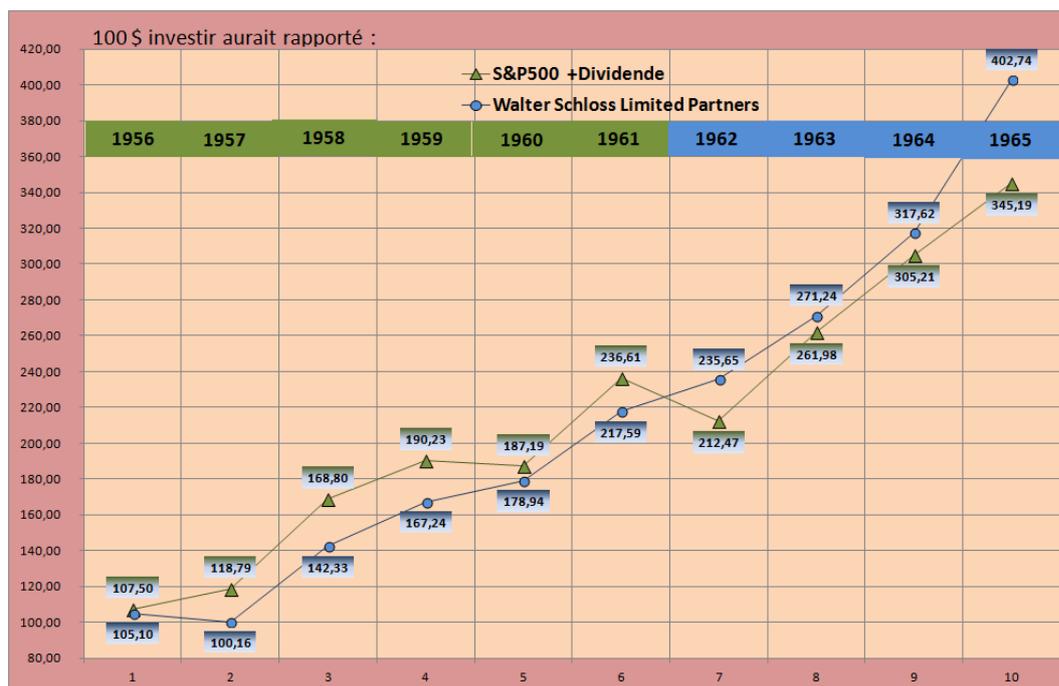
Nous voyons donc que tout en battant le marché, Walter Schloss est exactement dans la même proportion de performance que ce marché sur les deux périodes, soit un rapport de 1:2.

Nous n'avons pas de réels éléments tangibles avec la performance de Walter Schloss pour affirmer que dans d'autres conditions de marché, avec par exemple des hausses de 3-4 ans de 100% suivies de baisses violentes de 30-40%, soit dans un marché stagnant, que la méthode « Daubasses » performerait nettement mieux que toutes les autres méthodes value. Et pourtant, logiquement, si l'on ramasse des sociétés à prix cassé dans les baisses violentes et que votre process vous fait vendre progressivement dans les années de hausse et vous permet de dégager de belles liquidités, nous ne voyons pas comment il pourrait en être autrement.

Pour la petite histoire le « Walter J. Schloss Limited Partners » a dégagé sur 28 ans et 1 trimestre une performance totale de 6 678.80%. 100\$ investis en 1956 avec Walter Schloss, vous aurait rapporté 28 ans et quelques plus tard 6 778 \$, soit 66 fois votre mise !

Durant cette période, Walter Schloss a acheté et vendu 800 sociétés. Et son portefeuille a parfois été composé de 100 sociétés.

Pensez-vous, pour conclure, que malgré cette performance inédite, un investissement dans la Limited Partners de Big Walt aurait été de tout repos et se serait déroulée sans le moindre doute ? La réponse est dans le graphique suivant.



Edito

... Et bien non. Si vous aviez confié votre argent à Walter Schloss en 1956, juste après que Benjamin ait fermé sa société d'investissement et que Big Walt ait décidé de se lancer à son compte, vous auriez dû attendre jusqu'en 1962 pour faire mieux que le marché. Vous auriez donc dû attendre 6 ans pour battre le marché. 6 ans durant lesquels vous auriez pu vous demander, « mais quel intérêt ai-je à confier mon argent à l'un des plus grands investisseurs de tous les temps, ou plutôt à cet investisseur sans talent ? ». Et si Big Walt vous avait expliqué son *process*, vous auriez sans doute dit : « cette connerie ne marche plus, c'était juste de la théorie, il vaut mieux investir sur un tracker ! ».

Vous remarquerez que ce qui handicape la performance de Walter Schloss pendant 6 ans, c'est le démarrage. Après 2 ans, il cumule 18% de retard sur le marché, qu'il ne comblera que 4 ans plus tard. Voilà donc les passages difficiles qui peuvent aussi jaloner le parcours des meilleurs.

« Si vous êtes honnête, travailleur, raisonnablement intelligent et possédez du bon sens, vous pouvez réussir dans le domaine de l'investissement aussi longtemps que vous n'êtes pas trop gourmand et que vous ne vous laissez pas submerger par vos émotions quand les choses vont contre vous. »

Walter J. Schloss « Harvard Faculty Club à Cambridge » 1996.

L'Équipe des Daubasses

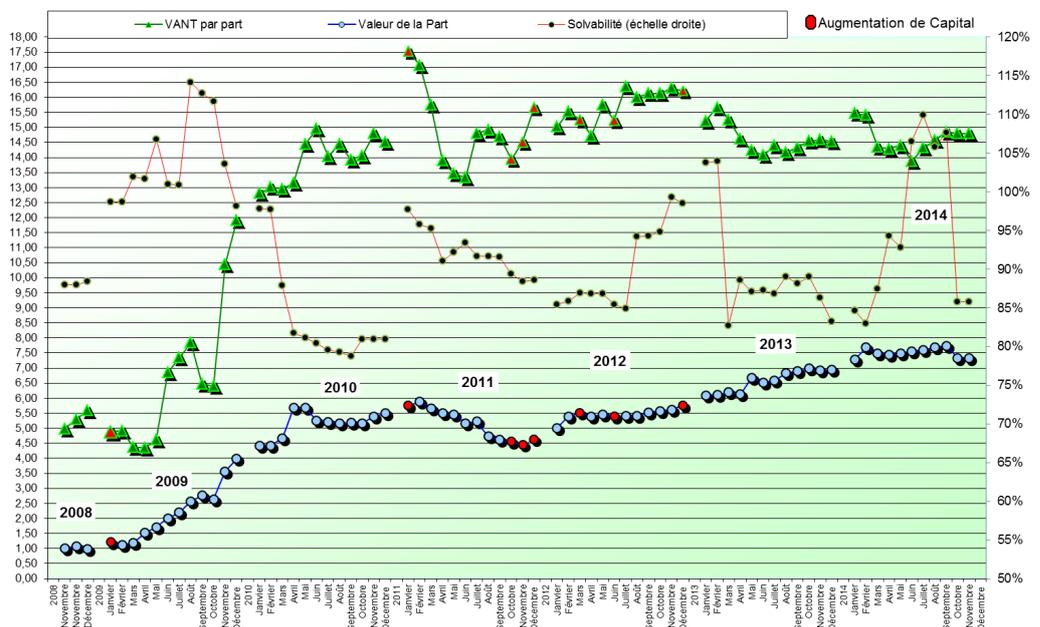


Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repères 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.

Si vous désirez plus de détails sur l'ensemble de ces paramètres, nous vous invitons à lire ou à relire l'édito de notre lettre n°25 (mai 2013).

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 octobre 2014	
Valeur d'une Part	7,34 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,80 €
Potentiel	101,79%
Solvabilité pondérée	85,76%
3,33% Pondération Max	10.658,56 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	46,04%
Dollar Américain	31,73%
Livre Sterling	10,93%
Dollar Canadien	7,32%
Courone Suédoise	2,84%
Franc Suisse	1,37%
Variation des devises Yield	3,61%
Nombre de société vendue	99
Gain Moyen	2.266,73 €
Perte Moyenne	- 751,20 €
Société en Gain	69
Société en Perte	30
1 Euro investi a rapporté	6,94 €



Portefeuille

Ci-dessous, notre portefeuille, ainsi que les ratios et des 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.

Portefeuille au 31 octobre 2014 / Notations											
Notation	Potentiel (0 = faible , 3 = élevé)			V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio
	Potentiel	Risque	Globale	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate	
								Cours			
	3	0	3	Sport Haley Inc	1,4453	0,07	77,71%	24/11/08	1458%	1,5582	
	1	3	4	Coast Distribution System	4,9287	0,64	49,82%	25/11/08	83%	5,7507	
	2	0	2	Taitron	1,9515	0,52	103,68%	26/11/08	195%	2,9767	2,8747
	0	3	3	Trans World Entertainment	4,5401	0,73	99,42%	08/06/09	61%	5,3291	
	0	2	2	Leeds Group Plc	40,5400	0,96	87,92%	27/08/10	22%	47,41	46,07
	3	3	6	Vianini Industria	1,1865	0,98	231,79%	19/10/10	221%	3,7200	1,6761
	2	0	2	Jemtec	0,6154	0,37	1866,31%	25/01/11	187%	0,6595	
	3	0	3	BFS Entertainment&Multimédia	0,3121	0,45	64,25%	25/01/11	194%	0,4109	
	1	1	2	MBL Group	16,5800	0,66	128,20%	05/07/11	75%	19,2500	
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	7,0097	0,36	53,43%	15/03/12	358%	11,4408	
	3	2	5	Deswell Industries Inc	3,1183	0,66	130,93%	15/03/12	167%	5,5352	
	3	0	3	Vet Affaires	10,1352	0,65	51,25%	16/07/12	220%	21,0660	
	0	2	2	Velcan Energy	13,2776	0,75	286,11%	22/08/12	69%	16,8669	
	3	0	3	Plaza Centers NV	42,81	0,13	37,58%	27/09/12	864%	55,42	
	3	1	4	Global Tech Advanced Inovation	11,75	0,48	82,26%	17/10/12	268%	20,52	
	0	0	0	Zoom Telephonics	0,27	0,73	52,69%	02/04/13	41%	0,28	
	0	1	1	Norcon Plc	23,57	0,85	57,89%	09/07/13	23%	24,53	
	0	0	0	Albemarle & Bond	55,80	0,00	58,94%	19/12/13	0%	81,75	
	3	2	5	Matica Technologies	1,40	0,68	77,37%	27/12/13	178%	2,66	
	3	1	4	Gravity Corp Ltd	1,28	0,53	178,18%	13/01/14	162%	1,79	
	1	3	4	Emerson Radio	1,73	0,66	231,71%	09/07/14	79%	2,04	
	3	3	6	Avalon			83,36%	02/09/09	197%	10,43	7,2989
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	5629%	0,6302	0,0363
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			61,52%	30/11/09	424%	283,42	179,70
	3	3	6	Gevelot			112,06%	09/12/09	97%	202,83	158,99
	3	2	5	Irce			56,52%	31/05/10	182%	5,0167	3,3243
	2	2	4	Natuzzi			51,84%	19/01/11	135%	4,2488	4,4008
	0	3	3	Crown van Gelder			61,20%	12/10/11	45%	7,723	7,4442
	3	3	6	Peel Hotels			60,47%	12/10/11	109%	162,910	96,7300
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			38,05%	09/01/12	508%	1,368	1,5441
	1	2	3	Panaria Group			41,90%	12/01/12	93%	2,441	0,7688
	3	1	4	Coil			53,24%	14/11/12	118%	8,202	4,6136
	1	3	4	Loeb Holding			71,26%	23/04/13	83%	334,030	274,13
	2	3	5	Hammond Manufacturing			62,49%	04/06/13	47%	3,168	2,47
	3	0	3	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	219%	5,324	4,00
	3	1	4	Dover Downs Gaming			66,82%	26/08/13	368%	3,512	3,48
	2	2	4	I Grandi Viaggi			47,63%	16/10/13	124%	1,130	1,24
	0	3	3	SunLink Health System			55,29%	21/02/14	34%	2,374	2,19
	0	1	1	Hyduke Energy Services			74,93%	14/04/14	6%	0,850	0,63
	2	3	5	STR Holdings inc			114,68%	05/08/14	88%	2,405	2,14
	0	3	3	Skyline Corp			52,23%	15/09/14	47%	3,577	5,55
	3	2	5	Tecumseh Product			45,45%	09/10/14	188%	10,644	6,32
	3	1	4	Signaux Girod			63,07%	16/10/14	147%	55,990	41,54
	2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	79%	118,43	
	1	0	1	Elephant Capital Plc				28/06/11	84%	34,00	
	0	2	2	Luxempart				28/06/11	33%	41,98	
	3	2	5	Dundee Precious Metal				14/10/11	150%	8,01	
	0	2	2	Investor AB				29/12/11	12%	289,50	
	0	2	2	Sofragi				27/07/12	24%	1705,43	
	1	2	3	(ADR) First Pacific Ltd				11/02/13	52%	8,20	
	1	2	3	(ADR) Jardine Stratégic Ltd				11/02/13	38%	24,43	
	2	1	3	Silver Standard Ressource				10/07/13	108%	9,11	
	2	1	3	Argonaut Gold				18/09/13	139%	5,74	
	1	2	3	Sprott Ressources Corp				07/11/13	49%	3,12	
	0	2	2	(ADR) Henderson Land Ltd				13/12/13	13%	7,58	
	2	2	4	Socfinaf				19/02/14	93%	27,49	
	3	0	3	Alamos Gold				05/03/14	75%	13,09	
	3	1	4	Great Eagle Holdings Ltd				11/07/14	91%	6,50	
	1	3	4	Symphony International Holdings Ltd				13/08/14	61%	1,29	

News de nos sociétés



Alamos (USA) Ticker : IAG

La société a publié une perte pour ce 3e trimestre 2014, de 0,02 usd par action (comparé à un profit de 0,07 usd pour l'année précédente). Cela n'empêche la direction de proposer le paiement d'un dividende de 0,10 usd par action, ce qui semble témoigner de la solidité de la société et de la confiance en l'avenir.

Ce trimestre a été affecté par les fortes pluies qui ont nuit à la production. Les projets turcs qui, pour rappel, représentent le plus gros de la valeur future du groupe, semblent toujours embourbés dans un processus juridique et administratif bien compliqué. Mais la direction reste optimiste quant à une mise en exploitation même si elle ne se prononce pas sur un quelconque délai.

Sur l'ensemble des 9 premiers mois, le résultat est quasiment à l'équilibre, avec un bénéfice par action très symbolique de 0,01 usd. Avec une position de trésorerie qui représente un tiers de sa capitalisation boursière, l'absence de dette et des coûts d'extraction qui restent, pour l'heure, inférieurs aux cours actuels de l'or, nous pensons que la société est bien armée pour « tenir » tant que durera la phase dépressive du « roi (provisoirement ?) déchu des métaux ».

Asian Pacific Wire and Cable (Taïwan) Ticker : APWC

Malgré une hausse des ventes, notre « cableur » taïwanais est parvenu à transformer un bénéfice en perte (on passe de + 0,16 usd par action à - 0,03 usd par action) en raison d'une baisse assez importante du taux de marge brute mais surtout, une provision pour créance douteuse de 0,15 USD par action. Sans cet élément que nous espérons ponctuel, le résultat aurait été positif. Rappelons également que la marge de sécurité reste très confortable avec une VANT de 11,44 usd par action.

Aviat Network (USA) Ticker: AVNW

Malgré le *délistement* qui pend au nez de la société pour ne pas avoir fourni dans les temps le rapport annuel, les nouvelles de ce mois d'octobre sont plutôt bonnes, puisque une agence publique supervisant tout le Nord-est des USA a décerné à la société, un prix d'excellence pour ses produits de réseau. Et Aviat va tester chez son principal client AfricaCom, ces nouveaux services de routage IP, MPLS et VPN, sur sa nouvelle plateforme de routeur CTR 8540.

News de nos sociétés

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Le fonds a annoncé vouloir acquérir pour 2 M GBP de titres à un cours de 54,50 GBp. Or, nous l'apprenons avec le dernier rapport annuel clôturé au 30 juin 2014, c'est le niveau de la NAV.

Le cours s'étant aligné sur ce niveau, nous sommes désormais virtuellement vendeurs, car nous n'avons plus de marge de sécurité.

Pour rappel, nous avons effectué l'analyse du fonds fermé en février 2013.

L'analyse avait été effectuée sur la base d'un cours de 36,15 GBp. La plus-value qui aurait pu être réalisée est de +50,7%.

BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS

Les résultats du 1er trimestre 2015 (clôturés le 01/08/2014) sont plutôt mitigés. Le résultat par action est proche de 0, en léger tassement par rapport à l'année précédente et les ventes baissent de 6,6 %. Néanmoins, la direction se déclare optimiste notamment parce que les ventes au travers de la bibliothèque numérique doivent démarrer au cours du trimestre suivant. La dernière VANT s'établit à 0,41 CAD.

Coil (France) Ticker : ALCOI.PA

Force est de constater que malgré notre méfiance vis-à-vis du management qui annonce toujours un ciel bleu « pour demain », nous sommes plus qu'agréablement surpris par les résultats du premier semestre 2014. Une croissance de l'activité de +8,8% à 12,0 M EUR grâce au marché chinois, mais surtout une marge opérationnelle de 18,0% et une marge nette de 15,1%. Les bénéfices atteignent 1,8 M EUR. Chaussez vos lunettes roses : le 3ème trimestre est déjà annoncé en croissance de +31,5% et atteint 6,1 M EUR de CA. Au niveau des perspectives, le Groupe indique que son développement hors d'Europe, ses efforts commerciaux et la hausse de ses prix - le Groupe a indiqué qu'il augmentera ses prix de 25% au 1er janvier 2015 - devraient se traduire en terme de résultats « à long terme », précise le management.

Au niveau bilanciel, avec la perception d'une subvention de 1,2 M EUR et les bons résultats sur la période, la VANT est en hausse de +13,7% à 8,20 EUR. Pour un cours de 3,68 EUR par action, le potentiel ressort par conséquent à +123%. Potentiel qui pourrait croître, si la société poursuit ce début de croissance rentable. Wait and see...

Crown Van Gelder (Pays-Bas) Ticker : CVG.AS

Le vendredi 10 octobre, nous apprenons par communiqué de presse que la société a reçu une offre de rachat à 5,50 EUR par action de la part de société Andlinger. Une prime de 31%, annonce le management. Cette offre cash, recommandée par le *Board*, comme nous vous l'avions annoncé le jour-même par email, ne nous satisfait pas particulièrement car nous estimions la VANT avec les comptes du 30 juin 2014 à 7,72 EUR par action, soit un niveau 40% supérieur à l'offre proposé.

Nous sommes d'autant plus amers que cette offre intervient alors que la société commence à retrouver des couleurs avec un retour à la rentabilité.

News de nos sociétés

Néanmoins, nous avons profité d'un flottement du marché pour réaliser une opération d'arbitrage. En effet, le cours cotant sous la valeur d'OPA, nous avons acheté des titres sur le marché pour se procurer un rendement, certes petit, mais relativement certain et rapide.

Dover Downs Gaming (USA) Ticker : DDE

Ce que nous avons anticipé comme une possibilité, lorsque la société cotait quelques cents au dessus de 1\$, soit une menace de *délistement*, vient de se produire ce 30 octobre, puisque la société cote depuis plus de 30 jours sous 1\$. La société a donc 6 mois pour remédier à ce problème et dix jours pour communiquer au NYSE, la manière dont elle compte rétablir sa cotation au-dessus de 1 \$. A ce stade et dans le communiqué, la direction semble décidée à trouver une solution, en invoquant qu'un *délistement* ne permettrait plus à la société d'avoir aussi facilement accès aux marchés des capitaux. Nous pensons donc qu'avec cette première réaction de la direction, la probabilité de résoudre le problème est assez élevé. A suivre bien entendu.

La société a également publié son rapport trimestriel clôturé en septembre et c'est plutôt positif. La valeur patrimoniale de la société est en augmentation à 3.5119\$ et sa valeur net estate est également en hausse à 3.4818\$. Si nous nous penchons sur les trois derniers mois, le chiffre d'affaire est en recul de 4.10%. Le segment jeux est en recul de 5.7% tandis que le service hôtelier progresse de +4.7%. L'ensemble des dépenses opérationnelles est en baisse de 5.48%. Le trimestre se termine donc par un profit de 0.02\$ par action alors qu'un an plus tôt, sur la même période, les profits étaient de 0.01\$ par action. Et sur les 9 mois, il n'y a rien de catastrophique, puisque la perte est de 0.01\$. Nous ne parvenons toujours pas à comprendre le point de vue du marché qui propose un prix 5 fois moins important que la valeur patrimoniale de la société, alors que le problème législatif est réglé et que les perspectives de rentabilité sont même en amélioration. Sans oublier le fait que la société pourrait sans doute, avec un haut degré de probabilité, sortir une année 2015 en profit, voire même proposer une année 2014 à l'équilibre, si le dernier trimestre est bon. Cela dit, le marché fait absolument ce qu'il veut et nous n'allons pas faire une « jaunisse » parce que nous ne comprenons pas son point de vue et donc le prix proposé. D'autant que nous avons été témoins directs, depuis le 24 novembre 2008, de 69 cas de prix proposés par le marché complètement délirants de pessimisme (ces 69 cas correspondent bien entendu au nombres de sociétés que nous avons vendu avec gain, dont 39 *baggers*).

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

La société a échangé ses titres Dunav contre des actions Avala. Elle détient désormais 50,14% des titres d'Avala, et 55,2% si elle exerce ses warrants.

En ce qui concerne le projet d'extension de Kapan Mine, en Arménie, des données prévisionnelles ont été publiées :

- la durée de vie de la mine est estimée à 9 ans
- à un cours de l'or de 1 300 USD l'once, l'EBITA total prévisionnel est de 417,1 M USD (or, argent, cuivre et zinc compris)
- le coût d'extraction est estimé à 336 USD l'once

News de nos sociétés

- l'EBITDA moyen annuel est attendu à 52,1 M USD
- les investissements totaux (fermeture de la mine comprise) sont estimés à 207,2 M USD

Et, nous prenons connaissance de l'activité du troisième trimestre. Que ce soit à Chelopech (64 800 onces) ou à Kapan (101 392 onces), la production est légèrement au dessus des niveaux prévisionnels communiqués au marché. Les concentrations en minerai s'avérant meilleurs qu'attendues. Les prévisions pour le dernier trimestre de l'exercice sont au beau fixe. Il ne manque plus qu'un petit sursaut du cours de l'or pour parfaire cette fin d'année 2014 plutôt tumultueuse pour les mines d'or. La fonderie Tsumeb a eu une activité faible au égard de la première moitié de l'année, mais cela était prévue puisque la fonderie a été arrêtée pour maintenance en août. L'objectif annuel est toujours en ligne de mire, à 200 000 tonnes traitées, vs. 144 564 tonnes au 30 septembre 2014 en *year-to-date*.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Le processus d'acquisition de Wilmar suit son cours. Sa filiale active dans l'extraction minière, Philex, présente, compte tenu du contexte défavorable tant à l'or qu'au cuivre et au pétrole, des résultats bénéficiaires très satisfaisants. Quant à Indofood, sa participation agro-alimentaire indonésienne, elle « explose » ses profits sur les 9 premiers mois en les augmentant de 78 % (en devise locale).

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

Avec l'élection présidentielle récente au Brésil et la reconduction de la présidente Dilma Rousseff, les marchés ont la gueule de bois. Ils semblent déçus de cette continuité dans le non-changement. Résultat des courses, Gafisa souffre également avec un cours qui a chuté de -30% en l'espace de 3 mois pour flotter un peu au dessus des 2 USD par action.

Et pourtant, la cession de la filiale Tenda est en cours, foyer de pertes historiques pour le Groupe.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

La société a publié ses résultats semestriels, et sans surprises, ils sont excellents du fait de la cession de la filiale Kudu. Le résultat net ressort ainsi à 59,0 M EUR. Il ne faut pas non plus oublier l'opérationnel avec une marge opérationnelle de 4,8 M EUR. Les activités conservées continuent de bien performer, suite à une progression de +2,5% de l'activité qui atteint 106,7 M EUR.

Au niveau de la gestion du Groupe, le management nous apprend que le secteur Mécanique est en voie de cession pour début 2015. Ce qui n'est pas une mauvaise nouvelle, vu que cette activité a impacté négativement les résultats semestriels de -5,7 M EUR.

Cette nouvelle cession va permettre au Groupe de se recentrer sur ses activités les plus rentables, tout en se formant un véritable trésor de guerre de plusieurs dizaines de millions d'euros. Que va faire Gevelot de ce pactole ? Au niveau des actifs, la VANT ressort à 202,83 EUR par action. Soit un potentiel d'environ

News de nos sociétés

100%. La VANE ressort à 159 EUR, avec un ratio de 0,64. A noter que la trésorerie brute représente 161 EUR par action.

Hammond Manufacturing (Canada) Ticker : HMM-A.TO

Les résultats fin du 3e trimestre nous semblent plus que satisfaisant : hausse des ventes de 14 % et bénéfice par action doublé. Sur l'ensemble des 9 premiers mois, le bénéfice par action s'établit à 0,23 CAD par action. La VANT s'établit à 3,17 CAD, ce qui nous offre une très belle décote pour une société qui génère régulièrement des bénéfices.

Imation (USA) Ticker : IMN

La société a annoncé le lancement d'un nouveau produit de stockage de données gérées sur un cloud. Et sa présence à Barcelone, pour présenter son NST 4000.

Investor AB (Suède) Ticker : INVE-A.ST

La holding suédoise annonce la finalisation de la cession de sa participation non cotée dans Lindorff avec une plus-value de 30 % en 6 ans. Lors de la présentation du rapport financier du 3e trimestre, la direction confirme aussi avoir doublé son investissement dans la finlandaise Wartsila, devenant ainsi le plus gros actionnaire de cette société. Autre bonne nouvelle, la distribution pour la première fois d'un dividende en provenance de la participation non cotée Mölnlycke Health Care.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

Astra, la filiale indonésienne, annonce une hausse de 8 % de son bénéfice par action à fin septembre. Le résultat a surtout été porté par les activités minières et l'agro-alimentaire (ce qui confirme les résultats d'Infofood (cfr First Pacific). Par contre, le segment « automobile » stagne.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Nous avons encaissé début du mois les 0,59 USD de dividende brut par action.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Par communiqué, nous apprenons que suite au succès de l'entreprise sur ses marchés (Allemagne et Chine), le management cherche à s'implanter dans de nouveaux territoires européens. A noter que la société prévoit de donner la possibilité à ses clients d'effectuer leurs achats en ligne d'ici la fin de l'année. Par ailleurs, la société a de nouveau racheté des titres sur le marché : 10 000 titres à un cours moyen de 35,0 GBp pour un ANR, qui nous le rappelons, est estimé par le management à 50,7 GBp.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

L'ancien président du conseil d'administration, Peter Cowgill, qui avait démissionné en juin suite à un désaccord avec la direction a, malgré tout, renforcé sa position dans la société en détenant à présent 14 % du capital. C'est assez

News de nos sociétés

étrange quand on sait que le CEO de la boîte détient, de toute manière, la majorité des droits de vote à l'AG.

Migatronic (Danemark) Ticker : MIGA-B.CO

La société scandinave informe le marché que le troisième trimestre est légèrement en deçà des attentes qui prévoyaient une forte hausse de l'activité. Désormais, la société table sur une fin d'exercice en ligne avec l'exercice 2013 au niveau du chiffre d'affaires, mais avec une rentabilité en hausse.

Northamber (UK): NAR.L

Le président et actionnaire majoritaire de la société depuis 35 ans (!) nous explique qu'il n'a jamais été optimiste sur la société. Certes, l'exercice fiscal arrêté au 30 juin 2014 se termine sur une perte comptable. En effet, ces pertes intègrent les amortissements sur les immeubles (un entrepôt) détenus en propre, qui sont en fait des écritures comptables qui n'ont aucun effet cash. La position de trésorerie de 5 M GBP (soit 18 GBp par action) sans dette permet de voir l'avenir sereinement.

Nous attendons le détail des comptes annuels pour réévaluer la VANE.

Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L

Avec les comptes semestriels arrêtés au 17 août 2014, nous prenons connaissance des bons résultats de notre hôtelier d'outre-Manche. Ce qui traduit en chiffres la bonne santé financière du Royaume-Uni.

Cette bonne rentabilité était attendue avec la baisse des coûts de financement qui avait été annoncée. L'activité est en hausse de +4% à 8,6 M GBP et le résultat opérationnel en hausse lui de +47% à 0,8 M GBP. Enfin, le résultat net est multiplié par x2,75 à 0,4 M GBP. Le management s'attend à une seconde partie de l'année du même tonneau.

Pour ce qui est du bilan, les bons résultats et la réduction de la dette augmentent les marges de sécurité. La VANT est ainsi en hausse de +2% à 1,63 GBP. Ce qui fait ressortir le potentiel à +112% pour un cours de référence de l'action à 0,77 GBP.

Plaza Centers NV (Pays-Bas) Ticker : PLAZ.L

La société déclare avoir vendu en octobre, le centre commercial Kragujevac Plaza en Serbie, pour la somme de 38.6 millions d'euros correspondant à la valeur comptable reprise dans les actifs. Après avoir remboursé l'emprunt lié à la construction de ce centre commercial de 28.2 millions d'euros, il reste donc 10.4 millions d'euros, dont 75% serviront au remboursement des détenteurs d'obligations. Nous vous épargnons le passage d'auto satisfaction de la direction sur cette vente qui serait en avance sur le calendrier. Car nous attendons désormais beaucoup plus que de simples opérations de communication de la part de cette nouvelle direction. Même si nous jugeons cette opération positive.

Skyline Corp (USA) Ticker : SKY

Le résultat du premier trimestre clôturé en août est dans la ligne de perspective que nous avons dévoilé lors de notre analyse. Tout d'abord, la valeur patrimo-

News de nos sociétés

niale est relativement stable et la valeur net estate plus élevée que la VANT qui s'établit à 5.5499€. La chose plutôt positive de ce premier trimestre qui couvre donc tout l'été, c'est l'augmentation du chiffre d'affaires de 17%. Comme expliqué lors de l'analyse, c'est le segment maisons préfabriquées qui a poursuivi sur sa ligne ascendante puisque les ventes ont augmenté de 36%. Les ventes de maisons modulaires ont augmenté de 5% et les caravanes sont en baisse de 24%, ceci comparé à l'année 2013 sur les mêmes trois mois. Par contre, les coûts ont augmenté également, faisant signer à la société une perte de 0.45\$ par action, alors qu'elle n'était que de 0.16\$ un an plus tôt.

La décision de la direction de ne revendre que la partie caravane au lieu de toute la société comme nous l'avions appris au cours du mois passé, est sans doute cohérente avec ce bilan trimestriel, car ce segment est réellement le maillon faible puisqu'il représente 20% des coûts fixes et 75% de la perte enregistrée, sur le trimestre! Si la vente est conclue à un bon prix, nous pensons que tout le monde aura à y gagner dans cette affaire, qui reste à suivre...

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1 878.50€ euros, en recul de 9.68% par rapport au mois passé.

Sport Haley Inc (USA) Ticker : SPOR

La société annonce que toutes les sociétés qui ont « violé » le copyright des meubles créés depuis 1946 par Chromcharft Revington, seront poursuivies en justice. Puissent ces actions en justice faire doubler les fonds propres de Sport Haley!

Vet Affaires (France) Ticker : VET.PA

La direction nous avait prévenu. Elle a, hélas, tenu parole : les ventes du 3e trimestre sont du même tonneau que celles du 1er semestre. Le chiffre d'affaires poursuit sa descente aux enfers en maintenant son rythme de « champion » de - 10 %. Ces dirigeants « Daubasses » nous expliquent que « Le Groupe, ayant observé la corrélation entre les prix et le trafic magasin, renforce et accélère une stratégie de retour à ses fondamentaux : un style populaire, une attractivité améliorée de son offre et des « ultra petits prix ». Quel scoop ! Ces managers « de génie » viennent de se rendre compte que, plus les prix baissent, plus le trafic augmente et que leur clientèle-type est à la recherche de « low cost ». Nous n'avons déjà pas une haute estime de ces « zigotos » mais reconnaissons que nous n'avons pas envisagé une telle médiocrité ...

Mines d'or et d'argent

Nous supposons que la plupart d'entre vous ont constaté la baisse relativement violente du cours de nos 4 sociétés minières.

En fait, c'est l'entière du secteur qui déguste méchamment. Le tracker GDX qui représente un panier de mines d'or a perdu 72 % en 3 ans alors que le GDXJ qui représente un panier de mines juniors a perdu plus de 83 %. Sur cette même période, les minières détenues au sein de notre portefeuille semblent

News de nos sociétés

s'être relativement mieux comportées : Argonaut a perdu 56 %, Dundee 63 %, Silver Standard 84 % et Alamos 61 %.

Rappelons une évidence : les bénéfices, et donc le cours de ces sociétés, sont dépendants des prix des sous-jacent (l'or et l'argent). Par définition, nous ne maîtrisons pas l'évolution de ces sous-jacents.

Mais ce que nous savons, c'est que :

- les sociétés que nous avons sélectionnées pour notre portefeuille sont parmi celles qui supportent les coûts d'extraction les plus faibles
- ces sociétés présentent généralement une solvabilité confortable
- elles semblent gérées correctement

Les cours de l'or peuvent très bien tomber encore plus bas. Si c'est le cas, beaucoup de concurrents disparaîtront ou arrêteront leurs productions car ils ont besoin d'un certain niveau de prix pour rentabiliser leurs productions.

Raisonnement, nous pensons que les minières de notre portefeuille seront alors parmi les survivantes, elles nous semblent en tous cas en avoir les capacités.



Analyses de société

HKScan Corporation

(Nasdaq OMX Nordic, Ticker: HKSAV / ISIN : FI0009006308)

*** Eligible PEA ***

I. Introduction

HKSCAN HKScan Corporation est une société finlandaise qui emploie 7 700 personnes. La société localisée à Turku depuis 1975 est active dans le secteur de l'industrie agro-alimentaire. Plus précisément, elle produit et commercialise de la viande de porc, de bœuf, de volaille et des produits transformés à destination des particuliers (grande distribution), des restaurants et hôtels, ainsi que du secteur industriel et pour l'exportation. Elle a généré en 2013 un chiffre d'affaires supérieur à 2 milliards d'euros.

Le business est divisé en cinq secteurs (données en % au 30 juin 2014) :

- la Finlande (38%), qui exploite des marques HK et Karinen ;
- la Suède (44), qui exploite les marques Scan and Parsons ;
- le Danemark (10%), qui exploite la marque Rose ;
- les pays baltes (8%), qui exploitent les marques Rakvere et Tallegg ;
- la Pologne, qui exploite la marque Sokolow

Les activités de la Société en Finlande, Suède, Danemark et aux pays baltes sont réalisées au travers de filiales en propriété exclusive, alors que le segment d'affaires de la Pologne se compose de 50% de détention indirecte de la Société dans Sokolow SA.

Ce qui nous a mis HKScan dans le viseur s'explique par la valorisation de la société au plus bas depuis plus de 10 ans, alors que les bénéfices sont toujours au rendez-vous. Également, hormis la Pologne qui connaît une forte croissance depuis de nombreuses années, le groupe est exposé au marché scandinave. Une zone géographique du monde qui « marche bien ». Le cours a récemment souffert de plusieurs éléments. D'abord une demande plutôt faible en volume dans la distribution qui a été accentuée par les restrictions à l'exportation vers la Russie. Avec pour conséquences des résultats dans le rouge, sauvés par la cession de la filiale Sokolow en juin.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014. Le cours de référence de la présente analyse est le cours de clôture du mercredi 31 octobre 2014, soit 3,39 EUR.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 5,38 EUR par action et l'ensemble des dettes représente 8,33 EUR. **La valeur d'actif net-net est donc né-**

Analyses de société

gative à -2,95 EUR par action.

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



La société détient des terrains, des biens immobiliers industriels et tertiaires acquis historiquement pour un coût de 493,0 M EUR. Ces actifs sont déjà amortis pour moitié, et sachant que les bâtiments sont amortis entre 25 et 50

ans et au vu de l'ancienneté de la société (1975), nous pensons que notre valorisation est conservatrice.

Ces sites, terrains et bâtiments, acquis pour un montant de 493,0 M EUR représentent 8,96 EUR par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant (soit 7,17 EUR), y ajoutons la VANN et obtenons une **VANE de 4,22 EUR par action**.

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 les actifs les plus liquides : les **actifs courants**.

En premier lieu, les **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 2,59 EUR par action. La société a été payée en moyenne à 30 jours sur les 3 dernières années et à 27 jours sur le dernier exercice. Ce sont des paiements relativement rapides. Nous décidons donc de prendre une marge limitée de 10% sur ce montant et nous obtenons une valeur pour ces créances de 2,33 EUR.

Passons aux **stocks**. Ils sont comptabilisés pour une valeur de 2,56 EUR par action dans les comptes. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 36 jours et de 30 jours pour le dernier exercice. Autant dire : très court. Ce qui est plutôt bon signe pour des produits périssables comme la viande et les produits agroalimentaires en général. Au 30 juin 2014, la moitié des stocks est constituée de matière première brute, et l'autre moitié de produits finis ou semi-finis. Les stocks sont la plupart du temps conservés congelés. Nous pensons que le risque sur ce stock est relativement faible, la filière étant courte, et prenons une marge de sécurité de 20%. Ainsi, la valeur définitive retenue pour ces stocks est de 2,05 EUR par action.

Analyses de société

Enfin, le dernier élément de l'actif courant, la **trésorerie** et les **équivalents de trésorerie**, correspondant à un montant par action de 0,24 EUR. Nous reprenons ce montant tel quel.



Nous pouvons passer aux **actifs non courants**. Comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de l'**immobilier** et du **foncier**. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les valeurs historiques d'acquisition, nous obtenons un montant de 7,17 EUR par action.

En ce qui concerne les **machines, équipements** et le **mobiliier** acquis pour une valeur de 13,06 EUR par action, ils sont amortis à plus de 70%. Le Groupe semble être opérationnel avec ses outils actuels de production, mais il nous est impossible d'en estimer une valeur certaine. Aussi, arbitrairement, nous prenons la décision de reprendre 10% de la valeur amortie de ces immobilisations (ce qui correspond à une marge de sécurité de 90%), soit 0,42 EUR par action.

Nous constatons la présence de nombreux **intangibles** dans les comptes, qui s'explique par l'histoire d'acquisition de la société. Nous retrouvons donc des Goodwill - ou encore « *Survaleurs* » dans la littérature francophone - mais aussi des droits de propriété intellectuelle et des dépenses de R&D qui sont immobilisées au bilan. Ces actifs intangibles représentent 2,68 EUR par action. Comme à notre habitude, dans notre approche patrimoniale basée sur la matérialité des actifs, nous allons considérer que ces intangibles ont une valeur nulle.

Le Groupe HKScan détient également des **participations** dans de nombreuses sociétés sur tous les territoires où il est actif : Finlande, Suède, Danemark et Allemagne. Ces participations sont comptabilisées dans les comptes à la valeur d'acquisitions historique déduite des dividendes reçus, augmentées des bénéfices cumulés. Ces participations représentent 0,74 EUR par action et il est difficile pour nous de dire si cette valeur est prudente. Par conservatisme, nous coupons la poire en deux, et prenons une marge de sécurité de 50% en retenant 0,37 EUR par action.

Enfin, nous terminons sur les actifs de long terme avec « les **autres actifs non courants** ». Nous n'avons aucun détail sur cet élément du bilan dans le rapport semestriel. Par prudence, nous décidons de ne prendre que 30% de ce montant (ou encore une marge de sécurité de 70%) et considérons donc un montant de 0,19 EUR par action.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 8,33 EUR par action.



Analyses de société

En **hors bilan**, nous prenons note d'un potentiel **risque judiciaire** lié à la faillite de la société Oy Primula Ab. La plainte porte sur un montant maximal de 16,3 M EUR. HKScan n'a provisionné aucun montant, car elle estime l'action en justice sans fondements. Par prudence, nous allons retrancher l'entièreté de ce montant dans notre calcul, soit -0,33 EUR par action.

Nous constatons également l'existence de **leases** pour les bâtiments que HKScan utilise pour un montant résiduel de 43 M EUR. Nous reprenons ses engagements pour un montant réduit de moitié, du fait de leur potentielle négociabilité dans le cadre d'une mise en liquidation volontaire de l'entreprise, soit -0,39 EUR par action

Nous n'avons pas trouvé d'**autres éléments d'engagements hors-bilan**, tels que des plans d'attributions d'actions ou d'option.

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

Actif courant:

- + Créances clients : 2,33
- + Stock : 2,05
- + Trésorerie et équivalents : 0,24

Actif immobilisé:

- + Immeubles et terrains : 7,17
- + Equipements et matériels : 0,42
- + Intangibles : 0
- + Participations : 0,37
- + Autres actifs non courants : 0,19

Passif:

- Total passif : -8,33

Hors-bilan:

- Risque judiciaire : -0,33
- Leases : -0,39



Ce qui nous donne donc une **VMLV de 3,72 EUR par action**.

Analyses de société

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a généré des résultats opérationnels positifs sur chaque exercice, d'un niveau annuel moyen de 43,3 M EUR annuel. Ainsi, après prise en compte d'une imposition forfaitaire de 35%, d'un taux d'actualisation de 12%, nous obtenons une valeur de 4,26 EUR par action à laquelle nous ajoutons la trésorerie nette (qui est en fait une dette nette, car la dette bancaire dépasse largement la trésorerie de l'entreprise) pour -3,39 EUR et nous obtenons **une VCB de 0,87 EUR**.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 3,39 EUR, il est possible d'obtenir une décote de :

- 20% sur la VANE
- 9% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 5,37 EUR) est de : +58%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 50%.

Ratio technologique = 28%, ce qui signifie que les dépenses en recherche et développement des cinq dernières années représentent 28% de la valeur boursière actuelle de la société.



Aujourd'hui, les décotes ne sont pas assez importantes pour que passions à l'achat sur le titre. Nous le gardons néanmoins dans le viseur, car nous estimons que le business est pérenne tout en étant rentable et qu'il serait peut être possible dans un marché plus volatil de pouvoir garnir notre panier. Surtout que la société est encore en pleine expansion sur son cœur de métier et dans ses zones géographiques de prédilection.

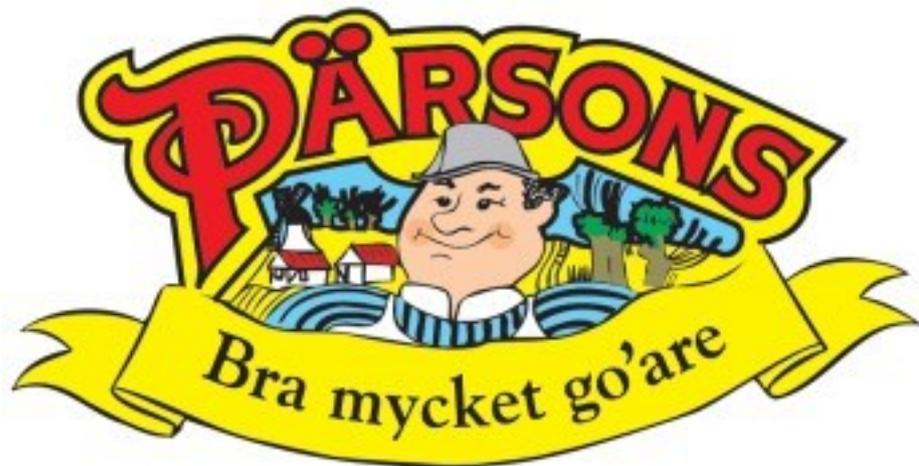
La société croit énormément dans la filière volaille qui est un secteur en forte croissance en Finlande (20 kg consommés par habitant en 2013). Elle envisage un gros investissement dans le pays, entre 35 et 65 M EUR, pour augmenter sa production, rationaliser, et développer de nouveaux produits. La croissance passera également par le marché baltique, avec un agrandissement du site estonien de Rakvere pour un investissement d'environ 20 M EUR concernant : l'abattage et le découpe de bœuf et de porc, une usine de transformation de la viande et un centre logistique pour toutes les opérations estoniennes du Groupe.

Si nous pouvions obtenir un rabais suffisamment important, au moins 30% de

Analyses de société

marge de sécurité sur la VANE, nous réfléchissons fortement à l'opportunité de saisir une société nordique d'une qualité vraisemblablement élevée. Mais après tout, si c'est à un prix Daubasse, nous nous moquons bien de savoir si qualité il y a, la marge de sécurité nous apportant une protection confortable contre tout mauvais jugement positif subjectif. C'est la force de l'approche Daubasse.

Enfin, pour les intéressés, à noter que la société étant finlandaise, le titre est éligible au PEA et distribue par ailleurs un dividende depuis plus de 10 ans. Le précédent dividende (distribué en 2014 au titre des résultats de 2013) de 0,10 EUR procure un rendement brut de 2,95%.



Analyses de société

Zwahlen & Mayr SA

(Swiss Exchange, Ticker: ZWM.SW / ISIN : CH0002661731)

I. Introduction



Zwahlen & Mayr est une société industrielle suisse active dans différents branches d'activité.

Tout d'abord, elle est le plus gros acteur suisse du secteur de la charpente métallique. Spécialisée dans les ouvrages importants de fort tonnage (ponts routiers et ferroviaires, stades), l'entreprise peut également réaliser pour ses clients des passerelles piétonnes, des halles industrielles ou des ouvrages spéciaux de tous types. Ce segment représente 58 % des ventes totales.

Ensuite, depuis 1980, Zwahlen & Mayr produit des tubes en acier inoxydable et alliage de nickel, destinés aux échangeurs de chaleur de l'industrie chimique, alimentaire, pétrochimique et pour les centrales électriques, fabriqués par profilage et soudage. Elle fabrique aussi des tubes étirés de haute précision utilisés dans l'industrie automobile, pharmaceutique, pneumatique et les instruments de mesures. Une part importante de cette production est exportée dans le monde entier. 41 % des ventes du groupe sont réalisées dans cette branche d'activité.

Enfin, sa filiale Efimex est une entreprise de construction générale et notamment la réalisation de bâtiment « clé en main » en métal ou en mix « béton-métal », ce qui lui permet de promouvoir les activités de charpente métallique. Néanmoins, cette filiale reste minuscule par rapport aux autres secteurs puisqu'elle pèse à peine pour 1 % du chiffre d'affaires global.

Le groupe réalise 41 % de ses ventes en Suisse, 18 % en Italie, 14 % en France, 13 % en Allemagne, 7 % dans le reste de l'Europe et 7 % dans le reste du monde.

Plus de 70 % du capital de Zwahlen & Mayr est détenu par la société italienne CIMOLAI, une aciérie spécialisée dans les éléments pour le génie civil comme les ponts, les stades et les installations militaires.

Si nous avons repéré cette société et sa sous-évaluation, c'est en raison du contexte économique déprimé au sein de la zone euro (qui représente son marché le plus important) ainsi que des perspectives peu optimistes en termes de croissance économique, le tout couplé à une rentabilité historiquement faible et une liquidité de l'action en bourse assez restreinte.

Nous travaillons avec le rapport financier au 30/06.

Analyses de société

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

Nous relevons un actif courant de 631 CHF, duquel nous déduisons le passif de 431,6 CHF. Le délai de paiement des factures des clients ayant été anormalement allongé au cours de ce semestre, notre formule « automatique » nous impose de redresser la VANN d'un montant supplémentaire de 10 CHF, ce qui explique qu'en tenant compte de ces éléments, la VANN s'établit finalement à 189,31 CHF par action.

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

L'entreprise est propriétaire d'une série d'immeubles, essentiellement industriels acquis pour un coût de 450 CHF. Nous prenons notre traditionnelle marge de sécurité de 80 %, ajoutons ce montant à la VANN et obtenons une VANE de 549,70 CHF. A noter que la société nous indique la valeur « assurée » de son immobilier qui est légèrement supérieure au coût d'acquisition, à 489,53 CHF.

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



Fidèles à nos habitudes, nous commençons par le poste principal de l'**actif courant** qui est constitué, dans le cas présent, des **travaux en cours**. Ceux-ci représentent 183,16 CHF par action, un montant relativement stable dans le temps. Le rapport financier ne nous donne pas beaucoup d'informations nous permettant de juger du niveau de fiabilité de cette valorisation. Tout au plus, savons-

nous que cette valorisation est faite au prix de vente final prévu. Anticiper le profit futur d'un travail avant que celui-ci n'ait été approuvé par le client nous semble un peu trop optimiste. Pour cette raison, dans une optique de prudence, nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30 % sur ce poste et donc de le réduire de 54,95 CHF.

Les **créances** représentent 170,24 CHF. Comme signalé dans le calcul de la VANN, le délai moyen de paiement s'est allongé considérablement au cours du 1er semestre 2014 (69 jours vs 54 jours pour la moyenne des 3 exercices précédents). Une marge de sécurité de 10 CHF a donc d'ores et déjà été calculée. La direction, elle-même, avait préalablement provisionné un montant à titre de créances douteuses équivalent à 3,7 % du montant brut. Ces deux éléments nous permettent de rester relativement optimistes par rapport à la vraie valeur de ce poste et nous décidons de ne prendre qu'une marge de sécurité supplémentaire limitée à 10 %, soit 17 CHF.

Quelques actifs courants sont en réalité des **créances** ou des **travaux en cours**

Analyses de société

réalisés pour le compte de la maison-mère (Cimolai mentionnée ci-dessus). Les montants sont assez marginaux (34,97 CHF pour les en-cours et 18,05 CHF pour les créances). Nous n'avons pas trouvé d'information quant à la solidité financière de cette société. Tout au plus avons-nous constaté qu'elle existe depuis 1949. Par prudence, nous prenons une marge de sécurité identique à celle prise pour les mêmes postes portant sur les clients ordinaires, à savoir 30 % pour les travaux en cours et 10 % pour les créances et réduisons donc la **valeur des actifs courants avec les parties liées** de 12,30 CHF.



Les **stocks** sont constitués à 65 % de matières premières. Leur rotation, déjà faible, s'est sensiblement ralentie au 1er trimestre 2014, passant de 144 jours à 170. Même si une réduction de valeur de 7 % avait été actée au 31/12/2013 et malgré le peu de risque d'obsolescence des produits détenus, cette constatation nous invite à nous montrer relativement circonspects et nous décidons de prendre une marge de sécurité de 30 % sur ce poste, soit 47,35 CHF.

Enfin, les **liquidités** détenues représentent 38,95 CHF et n'appellent, selon nous, aucun commentaire particulier.

Au niveau de l'**actif fixe**, en sus de l'immobilier abordé dans le calcul de la VANE, nous reprenons les **installations techniques** et l'**outillage** pour 10 % de leur valeur amortie, soit 8,97 CHF (à noter que la valeur assurée de ces postes représente la coquette somme de 723,65 CHF par action).

Hors bilan, nous relevons des garanties de bonne fin de travaux. Nous décidons de prendre celle-ci en compte pour un montant équivalent à 30 % de l'en-cours total, soit 128,85 CHF.

En fonction de ce qui précède, nous établissons la juste valeur de Zwahlen & Mayr dans le cas d'une mise en liquidation volontaire à 238,05 CHF.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Zwahlen & Mayr est une daubasse qui, ô surprise, génère des profits, certes de manière sporadique mais des profits quand-même. Au cours des 5 derniers exercices, la résultat d'exploitation moyen s'est élevé à 8,55 CHF. En enlevant 35 % à titre d'impôt sur le résultat et en actualisant à 12 %, nous obtenons une valorisation de 46,33 CHF. Malheureusement, le passif financier net de 152,42 CHF nous donne finalement une VCB négative.

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours actuel de 300 CHF, nous disposons donc d'une marge de sécurité de 38,7 % sur la VANE.

Zwahlen & Mayr est typiquement l'exemple d'une entreprise cyclique confrontée à des difficultés conjoncturelles. Nous pensons que sa solidité financière lui permettra de « tenir » durant la période de faible croissance économique et de ralentissement des dépenses d'investissement par les pouvoirs publics.

Son savoir-faire technologique, même s'il n'apparaît pas clairement dans les rapports financiers, nous semble être bien réel et constituer un attrait supplémentaire.

Parmi les catalyseurs d'une hausse, nous pourrions aussi citer un retrait de la cote par l'actionnaire majoritaire, Cimolai.

Nous comptons en tous cas suivre cette société de près : si le cours actuel nous semble un peu élevé en fonction du potentiel (la VANT s'établit à 471 CHF, sous la VANE), nous avons décidé de lui accorder une place de choix au sein de notre *watching-list*.



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.

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

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 %

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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