

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 11
Suivi des sociétés analysées	page 13
News de nos sociétés	page 14
Analyse de la société Lumber Liquidators Holdings, Inc.	page 23
Analyse de la société Profire Energy, Inc.	page 32
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 40

Edito



Les avantages de notre stratégie : focus sur les News

Toutes les stratégies d'investissement gagnantes ont des avantages clairs et précis par rapport à la grande majorité des investisseurs. C'est simple à comprendre, et pourtant, seulement 5% des investisseurs de ce monde sont capables de dégager des rendements supérieurs au marché à long terme. Même si nous sommes persuadés à l'heure de l'internet, et donc d'une information riche et variée, qu'une grande majorité des 95% de perdants comprennent qu'il faut une stratégie claire et précise pour espérer faire mieux que le marché à long terme, pourquoi dans ce cas, y a-t-il toujours autant de perdants ?

En fait, nous pensons que toutes les stratégies gagnantes qui ont des avantages clairs et précis ont aussi de multiples points contre-intuitifs dans leur déroulement et leur mise en pratique. Ces stratégies sont donc appliquées partiellement à certains moments qui font parfois peur, ne vont pas dans notre logique intuitive naturelle ou encore certains investisseurs passent de stratégie en stratégie, comme une abeille passe de fleur en fleur, parce que plusieurs échecs ne les font plus croire à cette stratégie. D'autres investisseurs, encore, imaginent qu'une stratégie d'investissement gagnante, c'est 98% de réussite et 2% d'échec et leur déception est assez rapide, sauf s'ils ont un peu de chance au départ.

La barrière la plus importante pour appliquer une stratégie gagnante à long terme est principalement psychologique. Il ne s'agit pas de croire bêtement en une stratégie, mais plutôt d'en comprendre le sens global et les détails de bon sens dont elle est composée. Il faut enfin, et aussi, se demander si l'on est capable de l'appliquer dans tous ses détails suffisamment longtemps pour qu'elle

Edito

fasse apparaître des résultats supérieurs au marché à long terme.

Une stratégie gagnante est très souvent composée d'un axe central incontournable et de plusieurs axes périphériques d'une importance non négligeable, jouant un rôle majeur à certains moments dans la cadre globale de la stratégie. La nôtre n'est bien évidemment pas la seule à être gagnante, il n'en reste pas moins que c'est la stratégie que nous connaissons le mieux et donc celle dont nous pouvons décrire et en expliquer les moindre détails.

Nous allons donc vous décrire sommairement les avantages de notre stratégie, point par point, et entrer plus en détails sur l'avantage créé par ce que nous appelons les « news », autrement dit les mises-à-jour des bilans et l'actualité des sociétés que nous vous présentons chaque mois dans cette lettre.

L'axe principal : notre *process*

Notre *process* offre 3 avantages majeurs.

1° L'application répétitive et identique d'une grille d'analyse chiffrée à partir du bilan de la société : à chaque fois, vous investissez sur les même cas de figure. Des sociétés qui offrent une décote minimum de 30% sur leurs actifs nets tangibles ou avec une décote précise sur leur rentabilité en relation avec leurs actifs.

2° Vous savez quand acheter et vous savez quand vendre : sans faire intervenir de l'intuition, de la conviction et de « l'à peu près ».

3° L'avantage psychologique du *process* vous permet de laisser tous vos biais en dehors de la prise de décision. Nous l'avons détaillé dans de [nombreux articles](#).

Notre *process* vous offre aussi 2 avantages périphériques.

L'axe périphérique A : L'avantage statistique

Même si l'investissement *Deep Value* comme nous le pratiquons depuis 2008 a fait l'objet d'études plus anciennes (comme celle de Henry Oppenheimer ou de James Montier), nous sommes désormais en mesure de vous présenter, plus précisément encore, l'avantage statistique des investissements de notre propre portefeuille.

L'axe périphérique B : Les News

Après plus de 5 ans de suivi de nos sociétés, nous sommes en mesure de vous parler de l'importance des news en relation étroite avec les critères rigides de notre *process*.

Edito

A première vue, en dehors des mises-à-jour de bilan chiffrées et analysées selon la grille de lecture précise du process, toutes les autres nouvelles sont qualitatives et soumises au jugement subjectif, ce qui semble donc contradictoire avec la rigidité du *process* que nous appliquons.

Si nous comprenons bien tous ce que signifie une « Daubasse », soit une société cotant sous la valeur des ces actifs tangible net (net-net, net estate....) ou sous la valeur de sa rentabilité corrélée à ses actifs (RAPP), et qui rencontre donc des problèmes à différents niveaux, vous allez pouvoir mieux comprendre sous quel angle nous traitons les news.

Si on part du constat que la société est en difficulté et que l'on y associe une couleur à l'intérieur de ce cadre qui évoque un futur très précaire, nous pouvons choisir le noir. Imaginons maintenant que trimestre après trimestre, pendant deux ans, la situation se détériore à certains moments et est stagnante à d'autres. Les news plutôt sombres, voire noires, vont s'ajouter sur la toile déjà noire durant 8 rapports trimestriels. Nous pourrions par exemple voir deux directeurs virés, et un chiffre d'affaire en baisse trimestre après trimestre... Imaginons ensuite que lors du neuvième rapport, la direction annonce un accord de licence, permettant à la société de lancer un nouveau produit dans 9 mois. Dans ce tableau noir jaillit soudain comme un point extrêmement lumineux que vous ne pouvez pas louper.

Chaque bonne nouvelle d'une société qui est en difficulté est donc très facilement repérable, par contraste. Et plus longtemps le tableau sera noir, plus la bonne nouvelle sera lumineuse et donc contrastée. C'est bien sûr ensuite que cela se complique et qu'il faut prendre le temps de réfléchir, non pas en laissant libre cours à ses intuitions, et en pensant par exemple qu'à la première bonne nouvelle tout devient lumineux, mais en faisant entrer en jeu les probabilités d'incidence de la nouvelle sur le bilan et donc la santé financière de la société à terme.

Nous avons donc simplifié au maximum les catégories en nous inspirant du traitement d'image et en pratiquant donc un sorte de « binarisation » : soit le pixel de la nouvelle est vraiment blanc, soit il reste noir.

Toute nouvelle qui dépend de plus d'un paramètre pour être réalisée sera considérée comme noire, jusqu'à preuve du contraire. Et nous exigeons alors que cette preuve du contraire apparaisse clairement en chiffre dans le bilan, pour être prise en compte.

Prenons l'exemple d'une double annonce de la direction sur la réduction des coûts et la recherche de nouveaux produits cette année. Dans les deux cas, une réduction des coûts aussi vague dépend de plusieurs éléments, et la recherche de nouveaux produits ne signifie pas forcément des nouveaux produits. Donc plus le nombre d'éléments est important pour que cela ait une incidence positive sur le bilan de la société, plus nous avons à faire à un mécanisme complexe,

Edito

qui dépend donc d'une chaîne d'éléments, et plus les probabilités de réalisation seront faibles.

Si la nouvelle est la suivante : la société vient de signer un contrat de licence qui va lui permettre de mettre en vente un nouveau produit dès janvier 2016. Le seul paramètre incertain de l'annonce, c'est quels seront les volumes de ventes de ces produits ? Mais même dans le pire des cas, soit des volumes de vente faibles, placés dans la cadre du tableau noir de la société, la probabilité de l'effet sur le bilan est donc importante, puisque la société est en perte chronique.

A partir du moment où la probabilité de changement est importante, nous pouvons décider de renforcer la société à la seule condition que le dernier bilan corresponde à nos critères et que les décotes exigées soient toujours respectées.

C'est pour cette raison que nous utilisons ce que nous pourrions appeler un panoramique des news, ou un regroupement de news dans leur chronologie. En quelques minutes, nous pouvons donc relire les news sur plusieurs années et par conséquent obtenir une vue d'ensemble du tableau noir et du ou des points lumineux qui apparaissent. Comme cela nous est utile, nous avons également jugé que cela l'était pour vous aussi cher(e) abonné(e). C'est pour cette raison que vous disposez de toutes les news par société et donc du panoramique complet, en zone premium, tout comme nous.

Dernier point, l'avantage d'une bonne nouvelle dans le cadre d'un tableau noir et donc d'une société estampillée Daubasse, qui n'est pas suivie par les zinzins et les analystes de tout bord, c'est que vous avez généralement une longueur d'avance sur pas mal d'investisseurs, sauf si le produit est disruptif (cela arrive, mais c'est plutôt rare). La nouvelle reste anodine pour le plus grand nombre, mais pas vraiment pour vous, pour nous.

Compte-rendu mensuel

Le portefeuille s'apprécie de 1.09% ce mois de juillet, pendant que notre tracker le MSCI World s'apprécie de 2.68%, avec un dividende inclus au 8 juillet de 1.64%. Au niveau de la performance hors dividende MSCI, nous faisons donc jeu égal avec le marché en cette période estival. Et ce, malgré ces quelques petits vents contraires qui n'ont pas manqué de souffler. Principalement, le recul des matières premières, de l'énergie et des métaux précieux qui ont généré des reculs importants sur nos minières : -20% sur **Dundee**, -21% sur **Argonaut Gold** et -42.56% **Alamos Gold**, ainsi que -18% sur **Sprott Ressources**. Ajoutons à cela nos parapétrolières indubitablement liées à la chute du pétrole avec -29% sur **Civeo** (à nuancer, voir les news), -19.35% sur **Enteq Upstream** et -13% sur **Thalassa**.

Il va sans dire que nous n'allons pas tourner autour du pot et mentir tant à vous

Edito

qu'à nous-même, en vous expliquant que cela ira mieux dans quelques temps, et ensuite revenir vous expliquer qu'effectivement, à long terme, tout a été parfait ...

A ce stade, nous pouvons vous annoncer que nous pensons avoir commis une erreur avec les producteurs de matières premières en général et les mines d'or en particulier. Bien sûr, nous ne regrettons pas d'avoir acheté des actions de mines d'or : si certaines situations particulières de marché se produisent, elles « décolleront à la verticale » et joueront les airbags mais, en attendant, elles ont été un véritable boulet pour notre performance depuis 2011.

En réalité, nous pensons que c'est au niveau de la gestion des « renforcements » des lignes que le bât a blessé : nous nous sommes rendu compte que le money management sur une entreprise dont la valeur est liée directement au prix du marché de la matière première qu'elle produit devait être différent de celui que nous appliquons pour toutes les autres sociétés. Nous avons bien entendu réfléchi à cette situation et vous en reparlerons sous peu car nous comptons précisément appliquer cette réflexion à nos parapétrolières.

Second vent contraire du mois, l'affaire **Vet'Affaire**. La société a été mise en redressement judiciaire et a vu son cours suspendu. Nous l'avons repris pour une valeur de 0 € dans le portefeuille à partir du 24 juillet. Pas grand chose à exprimer sur le sujet à ce stade, sinon qu'il y a peu de chances dans ces conditions que les actifs soient réalisés au meilleurs prix... Nous avons appliqué notre *process* à la lettre et ce genre d'échec potentiel (puisque tant que le coup de sifflet final n'a pas retenti, rien n'est jamais définitif) est une chose normale dans un portefeuille de daubasses bien diversifié. Si nous devons enregistrer une perte de 100% sur **Vet'Affaire** dans les prochaines semaines, voire les prochains mois, cela nous coûterait 2% du portefeuille. Et après **Abemarle & Bond**, ce serait notre seconde faillite depuis le 24 novembre 2008. En toute honnêteté, nous devons avouer que nous ne sommes pas très émus par cet échec qui nous semble normal dans une méthode comme la nôtre. Ne pas être ému outre mesure ne va bien entendu pas nous empêcher de scanner méticuleusement cet investissement pour essayer de comprendre si nous avons commis une erreur quelque part, ou dans la négative essayer de voir comment il serait possible de contrer ce type de situation de manière rationnelle et mécanique. Nous vous tiendrons au courant en heure et en temps de nos réflexions, dès le point final posé, bien entendu.

Vous comprendrez enfin que si ce mois de juillet n'a pas été de tout repos avec ces vents contraires, plusieurs sociétés du portefeuille sont parvenues à contre-carrer ces vents et ont permis au portefeuille d'avancer finalement de +1.09%.

Mouvements mensuels

Le 7 juillet, notre participation à l'augmentation de capital de **I Grandi Viaggi** a été matérialisée sur notre compte Keytrade avec 7 700 actions supplémentaires

Edito

achetées au prix de 0.4620 €, pour un prix de revient frais inclus de 3 572 €. Nous détenons désormais 8 470 actions, pour la somme de 6 588.70€ à un prix moyen frais inclus de 0.7778 € par action. Par rapport à la dernière valeur d'actif net tangible de 1.82 €, le potentiel estimé sur notre position est donc de 134%.

Le 10 juillet, soit après 6 ans 7 mois et quelques jours, nous vendons notre trentième et dernière position du portefeuille originel du 24 novembre 2008 (!), la société **Coast Distribution System**, distributeur de pièces détachées pour les véhicules de loisir, sur une OPA de la société LKQ Corporation au prix de 5.50\$, supérieur à la dernière VANT de 4.95\$ que nous avons calculée. Nous signons avec cette opération notre 45ème *bagger* avec un rendement total de 195.99%, soit sur la période de détention un rendement annualisé de 17.79%. Et nous encaissons également par la même occasion 17 007.11 € nets de frais qui s'ajoutent à nos liquidités.

A ce jour, sur ces 30 premières sociétés achetées le 24 novembre 2008, nous avons réalisé 17 *baggers* (société au rendement supérieur à 100% et donc au cours qui a au minimum été multiplié par 2), 7 sociétés ont été vendues avec gain inférieurs à 100% et 6 sociétés avec perte.

Les top et les flops, focus performance du mois de juillet 2015

Top 3

1° Net Net : Vianini Industria : +19.27%

2° Net Net : BFS Entertainment&Multimédia : +16.67%

3° Net Estate : Encres Dubuit : +14.71%

Flop 3

1° Diversification Valeur : Alamos Gold : -42.58%

2° Net Net : Leapfrog Entreprises Inc : - 33.42%

3° Net Estate : Civeo : -29.14%

Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 ans (de 2009 à 2014), le portefeuille du club a dégagé +1.88% de performance moyenne sur les mois de juillet. La performance de juillet 2015 est donc inférieure à cette moyenne, avec +1.09%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons un solde négatif de -13 435.11 €, avec un achat et une seule vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 51 864.56 € et effectué des ventes pour 80 121.48 €. Le solde achats / ventes est donc négatif de -28 256.92 €. Nos liquidités on donc augmenté et pèsent, au 30 juillet, 23.54% du portefeuille.

Sur l'année 2015, et ce mois de juillet, voici donc les performances par catégorie :

Edito

1° RAPP : +10.60% (sur le mois +5.08%)

3° Net Net : + 9.49% (sur le mois +5.48%)

2° Net Estate : + 8.64% (sur le mois + 1.19%)

4° Diversification Value : -10.62% (sur le mois - 7.25%)

Qui l'eu cru que la catégorie RAPP, encore en recul en avril sur l'ensemble de l'année 2015 de -0.52%, se retrouverait la catégorie la plus performante de l'année 3 mois plus tard ? Pas nous en tous cas. Le fait que la catégorie a principalement été étudiée pour performer dans de longs marchés haussiers, et nous démontre sa dynamique dans la réalité au bout de 7 mois seulement (premier achat datant du 22 décembre 2014), nous fait certes vraiment plaisir, mais ne nous fait pas oublier non plus deux points essentiels : la catégorie n'est pas encore suffisamment diversifiée et le facteur temps est vraiment trop petit. L'échantillon, pour parler en terme statistique, n'est pas encore représentatif. Mais comme on dit : il vaut mieux se lever du bon pied et faire la course en tête que de faire la grasse matinée et espérer revenir par la suite ! Et nous n'allons donc pas nous en plaindre, au contraire.

Par contre nous connaissons suffisamment la catégorie net-net pour savoir qu'elle est volatile au plus haut degré et capable de nous surprendre en bien ou en mal, de produire les plus gros *baggies* comme des faillites. Mais dans tous les cas de figure, garder aussi le plus important avantage statistique des 4 catégories. Ce mois-ci, après avoir repris à 0 € le cours de **Vet'Affaire** - car en liquidation judiciaire -, la catégorie progresse de 5.48% sur le mois, grâce à l'OPA lancée sur **Coast Distribution**, et les performances de **Vianini Industria** et **BFS Entertainment&Multimédia**. La catégorie signe un +9.49% sur l'année 2015.

La performance de la catégorie net-estate reste encore honnête avec +8.64% sur l'année, mais il ne faut pas oublier que sa performance était de +18.65% en avril. Cette catégorie enregistre donc le recul le plus important de l'année en cours, pour le moment. Quant à la catégorie « diversification dans la valeur », nous avons expliqué pourquoi elle est à la dérive, dans le compte-rendu mensuel ci-dessus.

La rubrique culturelle

Une source en apparence fiable.....!

[Twitter victime d'une arnaque boursière sans précédent](#)

Finance comportementale ou psychologie du sport, même combat.

[Des erreurs liées à un excès de confiance](#)

Est-ce un investissement « value » ?

[Voici à quoi ressemble un yacht à 1 milliard de dollars \(en images\)](#)

Une vision contrariante de l'investissement immobilier

[Louer, ce n'est pas jeter l'argent par les fenêtres](#)

Edito

Le monde bouge sans cesse et nos capacités d'adaptation sont de plus en plus mises à l'épreuve

[Un hôtel géré par des robots ouvre ses portes au Japon \(en images\)](#)

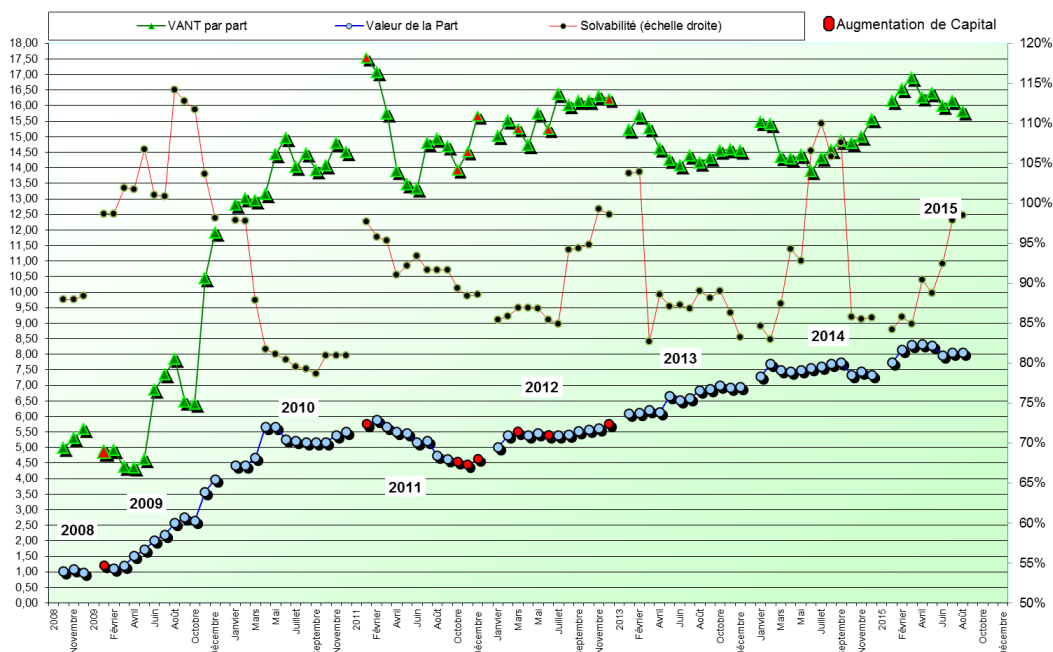
L'Equipe des Daubasses



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.

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 juillet 2015	
Valeur d'une Part	8,05 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,80 €
Potentiel	96,28%
Solvabilité pondérée	98,46%
3,33% Pondération Max	11.696,36 €
Nombre total de positions	58
Répartition des Devises	
Euro	46,20%
Dollar Américain	32,86%
Livre Sterling	12,99%
Dollar Canadien	4,34%
Courone Suédoise	1,04%
Franc Suisse	2,72%
Variation des devises Yield	4,54%
Nombre de société vendue	113
Gain Moyen	1.757,23 €
Perte Moyenne	- 322,25 €
Société en Gain	79
Société en Perte	34
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	5,45



Portefeuille

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

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

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
0	3	3	54%	Trans World Entertainment	496%	1,25%	2	0	2	405%	Avalon	-3%	1,00%
0	3	3	29%	Leeds Group Plc	132%	2,61%	2	2	4	298%	Exacompta - Clairefontaine	4%	1,97%
3	1	4	202%	Vianini Industria	2%	2,79%	0	3	3	55%	Gevelot	406%	4,48%
1	1	2	71%	Jemtec	-66%	0,23%	3	3	6	133%	Irce	54%	1,33%
3	0	3	252%	BFS Entertainment&Multimédia	-53%	0,50%	2	2	4	108%	Natuzzi	0%	2,10%
3	1	4	111%	MBL Group	8%	0,75%	0	2	2	54%	Peel Hotels	232%	5,08%
3	1	4	374%	Asian Pacific Wire & Cable	-6%	2,38%	1	2	3	93%	Loeb Holding	21%	1,38%
3	2	5	194%	Deswell Industries Inc	-3%	1,66%	1	3	4	56%	Hammond Manufacturing	79%	1,33%
0	0	0	0%	Vet Affaires	-100%	0,00%	3	0	3	144%	Encre Dubuit	3%	1,88%
1	1	2	39%	Velcan Energy	40%	0,61%	3	1	4	284%	Dover Downs Gaming	-9%	1,63%
2	1	3	587%	Global Tech Advanced Inovation	-33%	0,62%	3	0	3	144%	I Grandi Viaggi	-4%	1,80%
1	1	2	63%	Norcon Plc	55%	1,88%	1	3	4	71%	SunLink Health System	85%	3,40%
3	1	4	153%	Matica Technologies	-2%	1,79%	3	1	4	234%	STR Holdings inc	-72%	0,13%
2	0	2	148%	Gravity Corp Ltd	-22%	1,45%	0	2	2	39%	Skyline Corp	52%	1,44%
3	2	5	64%	Emerson Radio	-5%	1,60%	3	1	4	238%	Tecumseh Product	-42%	1,11%
3	0	3	148%	Enteq Upstream Plc	-29%	0,72%	3	0	3	146%	Signaux Giron	-11%	0,82%
3	2	5	172%	LeapFrog Entreprises Inc	-37%	0,64%	2	2	4	86%	Amrep Corp	50%	2,34%
							3	1	4	204%	Gafisa S.A.	-19%	1,51%
							3	1	4	336%	Civeo	-30%	0,78%
							3	1	4	88%	Thalassa	22%	1,21%

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
3	1	4	112%	Eastern European Property	-9%	0,64%	3	3	6	142%	GEA	7%	0,96%
1	2	3	88%	Elephant Capital Plc	-31%	0,10%	3	2	5	143%	Bell AG	17%	1,34%
0	2	2	16%	Luxempart	41%	1,40%	1	3	4	69%	Global Sources Ltd	37%	1,40%
3	1	4	104%	Dundee Precious Metal	-67%	1,02%	2	2	4	52%	FutureFuel	-2%	1,02%
0	3	3	10%	Sofragi	41%	0,87%	3	2	5	131%	ADL Partner	0%	1,01%
1	2	3	59%	(ADR) First Pacific Ltd	-14%	0,98%							
1	3	4	38%	(ADR) Jardine Strategic Ltd	6%	1,21%							
0	2	2	41%	Silver Standard Ressource	8%	0,60%							
3	1	4	76%	Argonaut Gold	-75%	0,33%							
3	0	3	166%	Sprott Ressources Corp	-49%	0,93%							
0	0	0	46%	Socfinaf	-7%	0,97%							
3	0	3	244%	Alamos Gold	-59%	0,40%							
3	3	6	88%	Great Eagle Holdings Ltd	12%	1,07%							
0	2	2	33%	Symphony International Holdings L	19%	1,12%							
1	1	2	25%	Bonheur ASA	-14%	0,89%							

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>

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos précédentes lettres et pour lesquelles nous n'avons pas encore procédé à un achat.

Ce tableau synthétique vous permettra de suivre au fil des mois l'évolution de ces sociétés « hors portefeuille » que nous avons mises sous étroite surveillance.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Hors Portefeuille
0	0	0	72%	Paradise Inc
1	3	4	73%	AKER -A-
2	2	4	139%	Vianini Lavori

News de nos sociétés



ADLPartner (France) Ricker : ADL.PA

Encore une acquisition pour ADL Partner. Nous avons un peu l'impression que le cash brûle les doigts du management. En juillet, la société, via sa filiale ADL Digital, signe l'acquisition de Advertisement France, « un cabinet de conseil stratégique de la performance digitale et cross-canal ». Ce sont 35 consultants qui intègrent le Groupe ADL Partner, avec des clients grands comptes comme Club Med, La Redoute, GDF Suez (Engie), Tarkett, Voyages-sncf.com, Sephora, ... Nous ne pouvons pas apprécier la pertinence de cette croissance externe. Cependant, des acquisitions sont toujours des potentiels risques de dispersion de la valeur. Contrairement à d'autres opérations qui créent directement et sûrement de la valeur, comme par exemple des rachats d'actions, un versement de dividende ou de la croissance interne rentable au sein du core business. Sur le premier semestre, ADL Partner a vu son activité baisser de 2,1% à 135,8 M EUR. Ce que nous retenons, c'est surtout la baisse conséquente sur le T2 qui atteint -5,9%. La société appuie sur le fait qu'elle accentue son orientation marketing vers les abonnements à durée libre (en hausse de +1,9% sur le semestre en volume, mais en baisse de -1,7% en termes de chiffre d'affaires) car ce type de business est plus récurrent. Les investissements dans la filiale ADLP Assurances, spécialiste en courtage d'assurance par marketing direct, semblent continuer à monter en puissance. Enfin, les efforts d'investissements marketing et commerciaux vont impacter les résultats du premier semestre 2015, qui seront publiés fin septembre.

Aker (Norvège) Ticker : AKER.OL

Malgré la faiblesse des prix du pétrole, Aker a réussi la performance d'augmenter sa Valeur Intrinsèque de 12 % au cours du 1er semestre 2015.

Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO

La « fusion-split » entre Alamos et Aurico est effective. Nous avons reçu quelques actions Aurico en plus des actions Alamos que nous détenions. Nous espérons obtenir suffisamment d'informations pour calculer la nouvelle « juste valeur » des deux entités.

News de nos sociétés

Amrep (USA) Ticker : AXR

Nous prenons connaissance du bilan annuel de la société qui d'un point de vue valeur patrimoniale est en progression à 9.56\$. La société a liquidé au cours de 2014 et du début 2015 une grande partie de ses activités et a l'intention de réorienter son activité sur de l'immobilier uniquement. Les activités vendues au cours de l'exercice ont généré des pertes de 0.45\$ par action, tandis que les actifs vendus ont généré 1.88\$ par action. Nous remarquons enfin que l'endettement est passé de 106.8 millions de \$ à 45.4 millions de \$, soit de 13.48\$ à 5.64 \$ par action.

Nous regrettons une nouvelle fois le manque de communication de la direction qui n'explique rien sur les projets et les perspectives de la société. Nous reconnaissons toutefois qu'elle réalise les actifs à de bons prix et se sert des liquidités dégagées pour réduire l'endettement. Ce qui nous semble pour le moment être assez cohérent. Nous attendons donc la suite.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

Les opérations d'exploration semblent indiquer que la superficie exploitable pourrait être de 50 % supérieure à ce qui était espéré au départ. C'est une bonne nouvelle mais qui reste à relativiser, compte tenu de la taille réduite de ce projet. Les différents forages sur le site de Magino semblent, quant à eux, indiquer une teneur en minerais plus élevée qu'espéré, ce qui permettrait de revoir à la hausse les réserves globales d'Argonaut.

Bonheur (Norvège) Ticker : BON.OL

La faiblesse de la couronne norvégienne face aux autres grandes devises a permis au groupe de « booster » ses résultats, malgré un contexte morose pour le secteur énergétique. Le rapport financier du premier semestre laisse apparaître un chiffre d'affaires consolidés en hausse de 39 % par rapport à l'année précédente. L'Ebitda, quant à lui, a plus que doublé. Malheureusement, des grosses réductions de valeur sur des installations de forage ont transformé le bénéfice d'exploitation en perte.

Civeo (Canada) Ticker : CVEO

Comme prévu, la société s'est domiciliée au Canada le 17 juillet, puisque ses principaux clients sont canadiens et que la société va de cette manière réduire ses coûts. Le seul changement qui n'en n'est pas vraiment un pour l'actionnaire, c'est que ce sera donc une société canadienne qui sera cotée sur le NYSE.

La question que nous nous posons, tout comme vous, c'est pourquoi le cours a-t-il décroché à ce point ? Passant de 4.80\$ le 6 mai à 1.66\$ le 28 juillet! Avant de prendre connaissance de la vidéo conférence de la direction sur le second trimestre de la société ce vendredi 31 juillet, nous avons émis l'hypothèse suivante : une société qui se domicilie au Canada devient donc de facto une société canadienne. Si celle-ci est détenue dans un fond commun de placement ou un fond coté qui annonce dans son prospectus investir 100% aux USA, à partir du jour où cette société devient canadienne, elle doit être vendue automatiquement par ces fonds. Nous pensions donc que les z'institutionnels ont été obligés de larguer Civeo, pour se mettre en conformité avec leur prospectus

News de nos sociétés

annonçant 100% USA. Bien entendu, nous étions curieux de la vidéo conférence qui viendrait confirmer ou infirmer cette hypothèse.

Finalement, les nouvelles sont plutôt positives, puisque la direction annonce un Ebitda positif de 28 millions de \$, une réduction de son endettement de 225 millions de \$ et une perte nette de 0.13\$ par action, alors que la perte était de 1.77\$ au premier trimestre 2015. Et réaffirme de manière très claire les objectifs à atteindre : la société a comme objectif de capturer la croissance du marché du gaz naturel liquéfié en Colombie-Britannique, en maximisant l'occupation et les revenus, en réduisant les coûts et en limitant les dépenses en capital. Notre hypothèse de « langage » des *zinzins* semble donc se confirmer. Et le 31 juillet, le cours de la société était remonté à 2.14\$, reprenant 29% depuis le 28 juillet. Prouvant une nouvelle fois que la théorie de l'efficacité des marchés trouvait sa juste comparaison dans la théorie des adorateurs de la terre plate !

Dover Downs Gaming (USA) Ticker : DDE

Le 23 juillet, la société a reçu un avertissement de *délistement* de la bourse de New York (NYSE) après que le cours soit resté 30 jours sous les 1\$. La société a donc 6 mois pour faire repasser son cours au-dessus de 1\$ avant un *délistement* effectif. Cela signifie donc que d'ici le 23 janvier 2016, la société devra avoir réglé ce problème.

Nous remarquons qu'un membre de la direction, monsieur Henry B Tippie, a accumulé depuis le mois de février 2015, 320 492 actions (dont 30 492 actions sur ce mois de juillet). Sa participation est supérieure à 10%. Comment interpréter ce rachat d'actions pour plus de 300 000\$? La société est-elle trop décotée et un membre de la direction veut en profiter ? Serait-ce simplement une action pour garder le cours de la société au-dessus de 1\$ (nous avons toujours Taitron en mémoire) ? Pire encore, Henry Tippie âgé de 88 ans serait vraiment devenu gâteux et n'aurait plus la moindre idée de ce qu'il fait réellement de ses dollars ? Difficile de se prononcer pour le moment, mais nous continuons de suivre l'affaire de près...

Dundee Precious Metals (Canada) Ticker : DPM.TO

Le niveau d'activité est toujours sous tension, du fait des cours déprimés des matières premières et plus particulièrement de l'or. Dundee continue de générer des EBITDA (résultat opérationnel avant prise en compte des amortissements) positifs car ses coûts de production restent relativement bas. Les coûts par once d'or augmentent de +22% sur le trimestre à 435 USD l'once, du fait de volumes de production moins importants sur la période d'or, zinc et cuivre. Néanmoins, la situation est peu enviable et même si le groupe est bien armé pour un rebond si l'or reprenait des couleurs (avec l'un des coûts de production les moins élevés du monde, un endettement très faible, une solvabilité de 75% et des besoins en investissements modérés : ils sont en baisse de 69 M CAD sur la période), notre patience est mise à rude épreuve...

A noter également une piètre performance de la fonderie Tsumeb en comparative qui s'explique par l'arrêt pour maintenance (19 jours) sur le T2 versus le T3 en 2014, et une moindre livraison de la mine Chelopech.

News de nos sociétés

Avec les dernières données du bilan et les coûts d'extraction, notre objectif de cours est revu à la baisse et atteint 4,17 CAD. Niveau qui ne tient pas compte d'une revalorisation potentielle du cours de l'once d'or.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le rapport annuel de la société clôturé en mars nous montre une situation plutôt stable avec une VANT de 2.08\$ par action. La société possède toujours des liquidités de 1.60\$ par action pour un cours, au moment où nous écrivons ces lignes, de 1.15\$. Et son endettement de 0.15\$ par action est très faible. En fait, nous avons en face de nous une triple net qui a augmenté ses profits de 40% par rapport à 2014, mais également une RAPP qui dégage de la rentabilité.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Jeu de chaise musicale dans le holding asiatique : son CFO part exercer la même fonction au sein de la filiale acquise récemment, Goodman. Il est remplacé par le CFO d'une autre filiale, Philippine Long Distance Telephone Company. Par contre, le projet d'OPA sur Cocoaland dont nous avons fait mention dans la lettre précédente, est abandonné après les opérations de *due diligence*.

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Le titre est chahuté. C'est le moins que l'on puisse dire ! La volatilité du titre est impressionnante avec un plus bas à 1,39 USD et un plus haut à 1,70 USD (soit 22%) sur le mois de juillet. Sur un an glissant, les chiffres étonnent davantage. Avec un plus haut à 3,09 USD et un plus bas à 1,07 USD (soit un delta de 189% !). Les raisons principales : ça y est, le Brésil n'est plus à la mode pour les investisseurs. C'est fini... le pays, le « B » des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et South-Africa) n'est plus. Enfin, bon, même si l'inflation bat des records, que le pétrole est au plus bas ce qui défavorise l'économie brésilienne, les faits sont là. A moyen terme, ce pays géant de plus de 200 millions d'habitants, producteur agricole de classe mondiale a certainement les atouts pour rebondir. Bref, nous ne faisons pas de prévisions macro-économiques, nous constatons juste actuellement que le marché fuit le Brésil. Ce qui explique peut-être la décote importante sur les fonds propres de Gafisa qui se maintient, malgré des nouvelles plutôt bonnes.

Le promoteur immobilier a sorti ses résultats trimestriels en *preview*. Ce sont des résultats partiels qui donnent quelques éléments clefs. Les ventes du T2 2015 sont en hausse de 25,7% versus le T1 2015, et de +22,9% versus le T2 2014. En données semestrielles, l'augmentation est de +42,1% versus le S1 2014. A priori, de bonnes nouvelles au niveau de l'activité, que le rapport semestriel publié début août devra confirmer au niveau de la rentabilité. Et surtout, au niveau de la solvabilité, élément clef pour un promoteur, qui joue avec la dette pour financer ses projets.

En retenant un taux de change USD / BRL = 3,4225 et une action (ADR) qui cote au 31 juillet 2015 à 1,46 USD, nous estimons (avec les comptes consolidés du 31 mars 2015) la VANT de Gafisa à 4,44 USD, soit un potentiel de +204%. Laissons donc le temps à Mr Le Marché de reprendre ses esprits.

News de nos sociétés

Gendis (Canada) Ticker : GDS.TO

Un programme de rachat d'actions portant sur une durée d'un an et 3,9 % du capital est lancé par la direction. De quoi réduire un peu la décote actuelle ?

Global Sources (Bermudes) Ticker : GSOL

Comme nous vous en avons parlé le mois dernier, l'offre de rachat de 6 666 666 actions à 7,50 USD (pour un montant de 49 999 995 USD) représentant 22,05% des actions en circulation, a pris fin le 27 juillet. Et ce ne sont pas moins de 12,6 millions d'actions qui ont été apportés. L'opération est donc un franc succès. Nous n'avons pas apporté nos titres, car nous estimons que le potentiel de l'action Global Sources est bien supérieur aux 7,50 USD offerts. Et donc, ce rachat d'actions en vue de leur annulation va automatiquement augmenter la valeur de nos actifs.

Autre bonne nouvelle, la société a vendu une de ses propriétés immobilières chinoises de Shenzhen (le 50ème étage de la tour de la chambre de commerce internationale de Shenzhen) pour 21,7 M USD. Cette information nous plaît doublement, car c'est d'abord un désengagement d'une partie de l'immobilier chinois continental et, secondement, cet immeuble était largement amorti dans les comptes et avait été acquis en septembre 2008 pour un prix beaucoup moins important. La plus-value viendra augmenter le trésor de guerre de la société.

Les résultats du second trimestre seront dévoilés début août, et ne tiendront pas encore compte de ces deux éléments positifs.

Global-Tech Advanced Innovations (Hong Kong) Ticker : GAI

En dernière minute de Hong Kong, le CEO Mr. John C.K. Sham annonce qu'il est prêt à racheter la société qu'il dirige et fait une offre de 8.75\$ par action, c'est 192% de plus que le cours actuel. Mais avec une VANT de 20.62\$ et une valeur net-net de 10.69\$, nous ne pouvons pas estimer l'offre comme étant très sérieuse. Et la poudre aux yeux des 192% supérieurs au cours actuel ne nous impressionne guère quand l'offre est sous la valeur net-net...

Great Eagle Holdings (Hong Kong) Ticker : GEAHF

Notre holding décoté hongkongais fait ses emplettes sur le marché japonais avec 2 acquisitions en cours, au cœur de Tokyo à Minato pour respectivement 1 005 M HKD et 372 M HKD, soit respectivement 118 M EUR et 44 M EUR. L'objectif de ces acquisitions est de démolir les bâtiments actuels et de bâtir à la place un hôtel de la marque Langham (filiale appartenant à 100% au Groupe).

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

Comme nous l'avons annoncé, nous avons souscrit à l'augmentation de capital.

Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY

La holding a présenté ses résultats semestriels. Sur un plan consolidé, les bénéfices sont en baisse de 15 % (la diminution est limitée à 9 % si on ne tient pas compte des variations de juste valeur des immeubles de placement). Une fois de plus, c'est l'Indonésie qui impacte les résultats du groupe au travers du con-

News de nos sociétés

glomérat Astra et de la faiblesse persistante de la roupie. Les résultats du distributeur Dairy Farms ont également été mis sous pression. Par contre, dans l'ensemble, les activités non cotées présentent des résultats encourageant. La direction anticipe que la seconde moitié de l'année sera aussi difficile que la première. Nous constatons que Jardine Matheson, qui, pour rappel, est à la fois la maison-mère de Jardine Strategic mais aussi l'une de ses participations, a augmenté sa participation dans Strategic, la portant à 520 millions d'actions.

Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG

La société anglaise a publié ses résultats annuels 2014-2015 de l'exercice clos au 31 mai 2015. L'activité croît de +1,9% à 34,9 GBP et les bénéfices avant taxes ressortent identiques à 2014 à 1,6 M GBP. Comme à l'accoutumé, le groupe ne prévoit aucun dividende, préférant réinvestir dans son activité. Notamment, fin 2015, avec l'extension de ses locaux à Nordhorn, un nouveau système IT pour une gestion optimale des stocks et de pouvoir poursuivre également ses acquisitions stratégiques.

Au niveau du bilan, par rapport aux résultats semestriels, la VANT est en baisse de -4,3% à 0,47 GBp. Notre ratio de solvabilité maison ressort à 84%. A noter que Leeds Group est la seule daubasse en portefeuille à présenter une valorisation en terme de multiple de bénéfices inférieure à 10 (PER<10).

Nous n'avons pas encore le détail des actifs immobiliers et ne manqueront pas de publier la valeur de la VANE dès que le rapport annuel sera publié.

Enfin, nous apprenons en parallèle la montée en puissance de l'actionnaire Sunningdale Investments qui a acheté 100 000 actions supplémentaires, et possède désormais 8,13% du capital de Leeds Group.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

La société technologique allemande avec des racines italiennes (maison mère) a ouvert fin juillet un bureau à Angers (France) et un autre à Hong Kong.

O2Micro International (Iles Cayman) Ticker : OIIM

Depuis le début de l'année, O2 Micro a racheté et annulé plus de 1 million de ses actions. Mais les pertes opérationnelles pèsent sur le bilan. Les dépenses en R&D sont encore au beau fixe et expliquent les pertes récurrentes. Pour le seul S1 2015, elles s'élèvent à 8,3 M USD et sont directement comptabilisées en charges opérationnelles.

La VANT est de 3,86 USD mais la décote sur la VANE reste trop faible pour envisager un achat avec une décote de seulement 7%, loin de notre minimum de 30% requis. Le ratio de solvabilité maison ressort à 195%. Enfin, le ratio technologique (5 années de R&D / Capitalisation boursière) ressort à 233%. Ce qui signifie que pour 1 USD investi dans O2 Micro International, l'actionnaire récupère 2,33 USD de dépenses en R&D. De la matière grise à prix discount.

Le management s'attend à un retour à la rentabilité dans un futur proche... Nous préférons voir ces affirmations dans les comptes plutôt que dans les commentaires trimestriels !

News de nos sociétés

Sears Hometown and Outlet Stores (USA) Ticker : SHOS

Alors que nous apprenons que le COO de la société, William Powell, est promu CEO, nous constatons aussi que l'opération d'options put que nous avons initiée est arrivée à son échéance sans que nous ayons été exercés. Nous n'avons donc pas pu obtenir d'actions SHOS au cours de 7,50 USD mais nous conservons la prime (0,70 USD par action) que nous avons encaissée au moment de l'émission de nos options (cfr lettre de mai 2015), soit, après taxes et frais, 370,76 euros, ce qui correspond à un rendement de 8,9 % pour rémunérer nos capitaux bloqués pendant une durée de trois mois (ou, en annualisé, 35,6 % de rendement). Comme annoncé par mail, nous venons de lancer une nouvelle opération d'options, à priori encore plus rentable.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Le CEO quitte ses fonctions après 5 années de bons et loyaux services et est remplacé par Paul Benson, un ancien de Rio Tinto et BHP Billinton et CEO sortant d'une autre mine d'or, Troy Resources Limited.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

Au 31 Mai 2015, la société offrait une répartition d'actif suivante :

49.20% d'actions

24.70 % d'obligations

26.20% de liquidités ou placements court terme

Au 30 Juin 2015, la société offrait une répartition d'actif suivante :

51.60% d'actions

26.40% d'obligations

22.10% de liquidités ou placements court terme

Nous observons une augmentation de la partie actions et obligations, ainsi qu'une baisse des liquidités. Le rapport du mois de juin nous explique que la société a profité de la volatilité due au problème grec, pour acheter des actions aux environs du 15 juin et les revendre avec la remontée des marchés une semaine plus tard! Quelques prises de bénéfice sur des obligations convertibles ont également eu lieu pour acheter des obligations à taux fixes.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Alors que nous avons vu que Aker et Bonheur ne semblent pas ressentir les effets d'un pétrole bon marché, Sprott se prend, quant à elle, ces effets en pleine face. Une perte de 10 millions de dollars est annoncée pour le 2ème trimestre de cette année en raison, essentiellement, de réductions de valeur sur les participations. Notamment, une réduction de la juste valeur de la filiale non cotée One Earth Oil and Gas a été inscrite.

Nous espérons que le levier à la hausse sera tout aussi puissant que celui à la baisse parce que, pour l'heure, cette société semble se fourvoyer tant et plus dans ses décisions d'investissement.

STR Holding (USA) Ticker : STRI

A compter du 2 août, la société annonce la fermeture de son usine de production en Malaisie, pour deux raisons : la première, un client important de la so-

News de nos sociétés

ciété quitte la Malaisie. Deuxièmement, le gouvernement malaisien a instauré récemment une nouvelle taxe sur les produits et services. Les usines espagnoles et chinoises assureront la production. La direction explique qu'elle va donc vendre son patrimoine immobilier en Malaisie évalué à 8 millions de \$, ainsi qu'une partie de son stock et de ses équipements évaluée à 2.4 millions de \$. La société prévoit une fourchette comprise entre 1 et 1.5 millions de dollars en frais d'indemnités. Si ces prévisions se réalisent, la société devrait bénéficier d'un minimum de 9 millions de \$ de liquidités ou 0.50\$ par action.

La direction conclut l'annonce en expliquant que cette opération générera normalement 2.4 millions de dollars d'économie dans le futur.

Nous notons enfin que depuis le 10 juillet, le cours de la société est passé sous 1 \$ et est actuellement à 0.89\$. Si rien ne change jusqu'au 9 août, un avis de *délistement* pourrait être adressé à la société par la bourse de New York.

Nous ne comprenons pas vraiment la réaction du marché avec un cours qui a perdu 36% depuis le 23 juin (cours à 1.20\$) alors que la société disposera normalement, après cette opération, de 0.50\$ de liquidités ajoutées aux 0.73\$ de liquidités (bilan du mois de mars 2015), soit un total 1.23\$ de liquidités. A moins que le marché n'ait des doutes sur la réalisation des actifs et n'ait compris que la société a perdu un gros client. Ce qui ne nous semble pas être le cas d'après notre perception, soit que le gros client quitte la Malaisie, ce qui ne signifie pas qu'il ne fait plus affaire avec STR Holding. Affaire à suivre.

Vet'Affaires (France) Ticker : VET.PA

Comme nous vous l'avions annoncé par mail, la société s'est placée en redressement judiciaire. Nous avons espéré peu, après l'annonce que l'AG approuvait à l'unanimité la proposition de Michel Baulé de rechercher un repreneur, mais cette réaction a finalement été bien trop tardive. Cette affaire nous permet de rappeler, une fois de plus, l'importance de la diversification : Vet'Affaires représente, en prix d'achat, 1,7 % de notre portefeuille. La perte, si elle s'avérait totale, reste donc tout à fait supportable. Nous conservons nos actions dans l'attente d'un dénouement. La cotation a repris le 31/07 mais, à l'heure où nous écrivons ces lignes, aucun prix d'équilibre n'avait encore pu avoir été fixé.

Vianini Industria (Italie) Ticker :VIN.MI

Nous avons pris connaissance des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2015 avec quelques éléments opérationnels. L'activité est en baisse de 12,1% sur ce premier semestre 2015 à 5,6 M EUR à cause de l'arrêt temporaire du chantier de l'aqueduc Sele-Calore. Bien entendu, ce n'est pas l'activité opérationnelle qui est primordiale, mais le portefeuille de participations. Ainsi, les dividendes reçus des participations ont permis de générer un résultat financier de +1,5 M EUR. L'impact est immédiat sur le résultat net qui atteint 1,2 M EUR. Le carnet de commandes est de 32,1 M EUR au 30 juin, soit plus d'une année d'activité avec une option potentielle de 31 M EUR.

Au niveau de la valorisation de holding, en considérant les cours cotés de Generali à 17,93 EUR et Cementir à 6,13 EUR, nous arrivons à une valeur de Vianini Industria de 3,58 EUR par action. Ce qui représente un potentiel de +175% par rapport au cours de clôture du 31 juillet à 1,30 EUR.

News de nos sociétés

Viel (France) Ticker : VIL.PA

Le chiffre d'affaires consolidé du 1er semestre est en hausse de 14,9 %. Cette hausse est due presque exclusivement à la hausse du CHF qui « dope » les chiffres une fois convertis en euros.

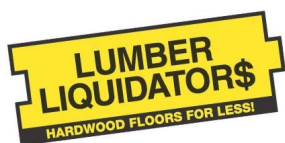


Analyses de société

Lumber Liquidators Holdings, Inc.

(NYSE, Ticker: LL / ISIN : US55003T1079)

I. Introduction



Lumber Liquidator est une société américaine fondée en 1994. A l'origine, c'était une solderie qui vendait des matériaux de construction en « surplus d'usines ». Mais, très vite, elle s'est spécialisée dans la commercialisation de parquets dont une bonne partie sous sa marque propre exclusive.

La société compte aujourd'hui 347 magasins aux USA et 9 au Canada.

La chute du bénéfice en 2013 et 2014, mais surtout une enquête fédérale portant sur des importations illégales, ont propulsé les cours vers le bas. Certains de ses parquets stratifiés, fabriqués en Chine, ne répondraient pas aux normes environnementales américaines et contiendraient des composants cancérigènes. Ils auraient malgré tout été étiquetés comme étant conformes. Nous aurions donc affaire là à un acte frauduleux. De nombreuses actions juridiques sont d'ailleurs en cours contre la société, que ce soit de la part d'actionnaires ou de consommateurs.

Les différents ratios et commentaires ont été établis sur base des comptes au 31/03/2015. Néanmoins, au moment où nous allions publier la présente lettre, le rapport financier semestriel a été présenté. En fonction de ceux-ci, nous re-voyons notre « objectif de cours » et tirons les premiers enseignements « à chaud » dans la rubrique « conclusion » de la présente analyse. Il s'agit des commentaires [en bleu](#).

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	27.486
n-2	27.914
n-3	28.031
n-4	28.380
n-5	28.246
n-6	27.685
n-7	27.091
n-8	23.635

Analyses de société

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

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation est relativement stable dans le temps après une augmentation conséquente en 2007 au moment de l'introduction en bourse.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	29,99%
n-2	28,49%
n-3	28,33%
n-4	29,08%
n-5	28,00%
n-6	27,74%
n-7	27,10%
n-8	28,70%

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

Nous observons ici que le poids des frais généraux est plutôt stable dans le temps.

3. Rotation des stocks

n-1	121,6
n-2	105,4
n-3	102,7
n-4	93,7
n-5	97,9
n-6	97,2
n-7	72,7
n-8	68,0

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

L'observation de ce ratio est très importante pour une société à vocation commerciale. Et nous constatons un phénomène relativement inquiétant : une multiplication par 2 de la durée de détention en stock des marchandises.

Analyses de société

Nous ne voyons que deux explications à ce phénomène : soit le stock contient un grand nombre de « rossignols » dont la société ne parvient pas à se défaire (et ça induirait donc une très mauvaise gestion de celui-ci), soit la société est obligée de conserver des stocks de plus en plus conséquents de marchandise afin de satisfaire une clientèle de plus en plus difficile. Quoi qu'il en soit, ce phénomène est assez préoccupant.

4. Création de valeur sur 7 années : 209,7 %, ou 17,5 % par an

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

Il s'agit là d'un excellent niveau de création de valeur pour les actionnaires depuis l'introduction de la société en bourse.

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est correctement gérée, avec le gros bémol sur la gestion du stock que nous mentionnions ci-dessus.

III. Solidité bilantaire

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

1. Ratio courant : 2,48

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

Les actifs courants de Lumber Liquidation sont près de 2,5 fois aux passifs courants. La liquidité de la société nous semble donc suffisante.

2. Trésorerie nette par action : 0,74 USD

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

La trésorerie nette est un poste relativement insignifiant et marginal.

Analyses de société

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 0,52

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

Ce ratio nous indique que 6 mois d'activité « normale » de l'entreprise suffisent pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. Cela nous semble évidemment très confortable.

4. Ratio de solvabilité : 70 %

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

Le ratio de solvabilité de Lumber Liquidation est très bon et répond largement à nos exigences.

Conclusions : Lumber Liquidation présente un bilan suffisamment solide pour « tenir » en période de faible conjoncture mais aussi pour poursuivre sa politique d'ouverture de nouveaux points de vente.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	2,31
n-2	2,77
n-3	1,68
n-4	0,93
n-5	0,93
n-6	0,97
n-7	0,82
n-8	0,48

Le bénéfice de la société est en forte croissance dans le temps (25 % de croissance annuelle depuis l'introduction en bourse fin 2007, année qui, remarquons-le, constituait pourtant un « pic » pour le secteur immobilier et non un creux conjoncturel).

Analyses de société

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	38,11
n-2	35,83
n-3	29,02
n-4	24,02
n-5	21,96
n-6	19,67
n-7	17,80
n-8	17,15

Ici aussi, nous constatons une forte croissance du chiffre d'affaires par action.

3. Free cash-flow par action

n-1	0,45
n-2	2,35
n-3	1,71
n-4	0,68
n-5	0,67
n-6	0,80
n-7	0,72
n-8	0,66

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

Les flux de trésorerie libres générés par Lumber Liquidation sont assez irréguliers et relativement faibles en comparaison avec les bénéfices réalisés. En effet, la société réinvestit une bonne partie de ceux-ci dans l'ouverture de nouveaux points de vente, ce qui semble être une bonne approche étant donné, comme nous le verrons ci-dessous, la bonne rentabilité des nouveaux investissements.

4. Dividende par action

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

Analyses de société

La société ne distribue aucun dividende car, comme nous venons de le voir, une bonne part de ses moyens financiers sont réinvestis dans la croissance.

5. Marge d'exploitation

n-1	9,94%
n-2	12,60%
n-3	9,63%
n-4	6,23%
n-5	6,80%
n-6	8,01%
n-7	7,67%
n-8	4,64%

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

Le taux de marge d'exploitation est assez irrégulier mais avec une tendance vers l'augmentation au cours des années.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semble nous démontrer que Lumber Liquidation est une pure société de croissance.

V. Rentabilité

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

1. ROE

n-1	19,08%
n-2	25,02%
n-3	20,07%
n-4	12,21%
n-5	14,55%
n-6	18,14%
n-7	19,36%
n-8	12,29%

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

Avec un ROE moyen de 17,5 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires est rentabilisé de manière tout-à-fait satisfaisante.

Analyses de société

2. Rapport free cash flow/dividende

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

Ce ratio n'a pas lieu d'être pour le moment vu, précisément, l'absence de mise en paiement de dividende.

Conclusions : Lumber Liquidation présente une rentabilité tout-à-fait satisfaisante.

VI. Valorisation

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

1. PER 2014 : 9 (PER moyen des 8 dernières années : 25)
2. Rendement dividende : 0 %
3. Price to book 2014 : 1,71 (price to book moyen des 8 dernières années : 4,71)
4. Price Net cash ratio : 28 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Lumber Liquidation s'établit à 43,96 USD (!!! ce chiffre a été établi sur base du rapport financier au 30/03. Il a été revu en fonction des éléments du 1er semestre dont nous venons de prendre connaissance).

VII. Conclusions

Avec un coût d'acquisition de 20,71 euros, nous pouvons acheter des actions Lumber Liquidation avec un potentiel, par rapport à notre objectif théorique, de 112 %.

Cette société est une authentique société de croissance que le marché ne considère plus du tout comme telle comme en témoigne les ratios de valorisation actuels.

Reconnaissons que Mr Market a toutes les raisons d'être suspicieux dans cette affaire des parquets chinois : outre l'impact direct des poursuites pénales engagées par l'Etat fédéral américain tant à l'encontre de la société que de ses dirigeants, elle entraîne aussi des risques d'indemnisation au civil vis-à-vis de diverses parties lésées (les actionnaires de la société et les consommateurs). Et

Analyses de société

puis, nous ne pouvons nous empêcher de penser à l'impact qu'auront ces événements sur l'image de la société et, in fine, sur la fréquentation de ses magasins. Enfin, nous nous demandons quelles seront les marges bénéficiaires de la société dans le futur, maintenant qu'elle ne peut plus commercialiser du parquet « cancérigène » dont les coûts d'achat étaient sans doute très faibles.

Face à ces interrogations, nous constatons d'abord que, selon le rapport financier 2014, seulement 40 % des achats sont effectués en Asie (on ne précise pas s'il y a d'autres pays que la Chine) et la société n'achète pas que du stratifié en Asie mais aussi du bambou et du vinyle. De même, on apprend que le stratifié représente au total 19 % du chiffre d'affaires et qu'il n'est pas acheté exclusivement en Asie mais aussi en Amérique du Nord et en Europe.

Autrement dit, ce fameux stratifié « cancérigène » représente forcément moins que 19 % du chiffre d'affaires. Les marges en ont sans doute profité mais dans une ampleur relativement réduite et ce n'est certainement pas ces fameux parquets qui expliquent à eux seuls la hausse de la rentabilité des dernières années.

Ensuite, nous pouvons mettre en évidence la capacité qu'a eue la direction à générer de la croissance rentable. La société semble d'ailleurs vouloir faire table rase du passé : les importations de parquets stratifiés en provenance de Chine ont cessé, la CEO, le CFO et le responsable du merchandising ont quitté l'entreprise et le fondateur de la société, Thomas Sullivan revient aux commandes de son « bébé ».

Le 1er trimestre 2015 présente une perte d'exploitation assez lourde et des ventes à périmètre comparables en baisse ainsi d'ailleurs que le taux de marge brute. Néanmoins, le résultat d'exploitation aurait malgré tout été positif sans une provision de 10 millions usd effectuée dans le cadre des poursuites entamées par le gouvernement US. Nous voyons aussi que les frais juridiques ont augmenté de 3,2 millions usd mais il n'est pas précisé si c'est en lien avec l'affaire des parquets chinois ou si c'est la marche normale des affaires.

Est-ce que ces mesures, passés la tourmente actuelle, parviendront à relancer la croissance ? Nous n'en savons rien mais un simple maintien de la situation actuelle suffirait à notre bonheur : rappelons, en effet, que notre modèle de valorisation n'anticipe aucune croissance future mais juste un maintien de la situation. Néanmoins, la plus grande inconnue, selon nous, reste la réaction de la clientèle de Lumber Liquidation et c'est la raison pour laquelle nous attendons soit une marge de sécurité plus élevée, soit une confirmation chiffrée que les dégâts sur l'image de l'entreprise sont « moins lourds » qu'anticipés par le marché.

Comme nous l'expliquons ci-avant, l'inconnue concernant les conséquences de la perte de réputation de l'entreprise a été levée ... et il semble que nous ayons bien fait de ne pas nous précipiter à l'achat sur cette entreprise. Le rapport fi-

Analyses de société

nancier annonce donc bel et bien une perte comptable de 0,75 USD par action et notre « calculatrice » de valorisation vient d'abaisser l'objectif de cours théorique à 36.50 USD.

Nous constatons surtout que, si le chiffre d'affaires reste presque stable, c'est surtout en raison de l'ouverture de nouveaux magasins car, à périmètre constant, les ventes diminuent de 6 % par rapport à l'année dernière et ce, malgré la mise en place de prix promotionnels agressifs pour tenter d'enrayer l'hémorragie.

Nous relevons malgré tout qu'au cours de ce 2e trimestre, des frais complémentaires ponctuels liés à l'affaire des « stratifiés chinois » sont venus alourdir le résultat : 1,4 millions de dollars de dépréciation sur le stock et 3,2 millions de dollars de provision supplémentaire.

Au total, sur le semestre, en tenant compte de l'augmentation des frais juridiques, nous aurions donc pour 24,1 millions de charges qui ne devraient pas s'avérer récurrentes à long terme, de quoi réduire la perte d'exploitation du semestre de 85 %.



Analyses de société

Profire Energy, Inc.

(NASDAQ, Ticker : PFIE / Code ISIN US74316X1019)

I. Introduction



Profire Energy est une société américaine fondée en 2002 en Alberta (Canada) et emploie une centaine de personnes. Elle a été créée par le management actuel qui détient encore 67% du capital. Les fondateurs sont d'anciens managers de l'industrie parapétrolière. La société lève des capitaux et devient publique (cotée) en 2008.

Profire Energy intervient sur toute la chaîne pétrolière, de l'exploration jusqu'à la raffinerie. Ses produits les plus connus et les plus vendus sont le **Burner-Management Systems** (BMS) et le **Chemical Management Systems** (CMS).

De ce que nous comprenons, les systèmes que la société développe permettent aux acteurs de la filière *Oil & Gas* de réduire les accidents humains, de mieux protéger l'environnement et de faire des économies. Rien que cela ! Et d'après les dires de la société, un investissement dans le couple de produits CMS et BMS de Profire Energy est rentabilisé en 189 jours. Cela peut paraître un peu utopique mais les chiffres sont là pour montrer que non seulement la société a réalisé une croissance incroyable depuis sa création mais, mieux, elle a généré une rentabilité hors du commun. Vous allez pouvoir le constater avec les chiffres ci-dessous. Les produits de la société semblent donc appartenir à une niche très rentable avec peu de concurrence sur le marché.

Aujourd'hui, le titre est chahuté en bourse. Car la société est assimilée à raison au secteur pétrolier qui souffre d'un cours de l'or noir qui touche de nouveau les plus bas de plus de 5 ans avec un WTI sous les 50 USD le baril. De plus, par communiqué de presse, le management a fait savoir que les bénéfices 2016 se situeraient dans la fourchette -1 M USD / +2 M USD, en raison d'une activité presque divisée par 2. Une douche froide pour le marché habitué à des bénéfices en forte croissance. Pour rappel, le bénéfice de l'exercice 2015 (clos le 31 mars 2015) était de +5,75 M USD.

Néanmoins, nous pensons que Profire Energy doit pouvoir retrouver la route d'une forte rentabilité, comme le suggère son glorieux passé, avec des produits uniques à l'efficacité éprouvée qui ont pénétré seulement 2% du marché.

De plus, si nous étions à la tête d'une entreprise dans un secteur en crise et si nous connaissions un investissement qui est rentabilisé au bout de 6 mois (189 jours) permettant de réduire les coûts durablement tout en diminuant les risques d'accident et de pollution, nous franchirions sans doute le pas. Le genre d'investissement opportuniste quand il y a une pression sur les revenus avec un

Analyses de société

cours de pétrole bas.

Les données suivantes remontent aux 7 dernières années (car la société est cotée depuis seulement 2008). Le dernier rapport annuel date du 31 mars 2015. Nous avons retenu comme cours de référence le derniers cours coté du mercredi 22 juillet, soit 1,08 USD par action.

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions

2014-2015	51,681
2013-2014	46,823
2012-2013	45,372
2011-2012	45,218
2010-2011	45,229
2009-2010	45,117
2008-2009	40,014

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

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation augmente dans le temps suite à des distributions de stock-options. Ce qui est acceptable vu la croissance de la société et sa forte rentabilité. Ils ont certainement permis de fidéliser les meilleurs talents au sein de la société.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2014-2015	35,4%
2013-2014	31,3%
2012-2013	38,2%
2011-2012	28,3%
2010-2011	28,3%
2009-2010	31,0%
2008-2009	25,5%

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

Le poids des frais généraux tend à augmenter au fil des années. Sur le seul dernier exercice, les salaires ont crû de +53%, la R&D a augmenté de +160% et les frais administratifs de +59%. Des points de vigilance pour le futur. En espérant qu'ils soient présage de croissance à venir (structuration des activités supports

Analyses de société

pour le futur ?).

3. Rotation des stocks

2014-2015	100,71
2013-2014	89,88
2012-2013	85,84
2011-2012	52,42
2010-2011	83,36
2009-2010	54,51
2008-2009	51,37

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

Ce ratio est pertinent pour une société industrielle lambda. Ici, nous constatons que les stocks restent beaucoup plus longtemps dans les entrepôts de Profire Energy. Néanmoins, il faut garder en tête que la société, connaissant une très forte croissance, a gonflé ses stocks au maximum pour éviter toute pénurie. Il faudra tout de même garder cet indicateur de près, car comme c'est le cas actuellement, lors d'un ralentissement du marché, il est possible que le stock reste encore plus longtemps au sein de la société.

4. Création de valeur sur 6 années : 1 949,9 %, ou 65,4 % par an

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

C'est un niveau record, que nous n'avions jamais rencontré. L'augmentation des fonds propres par action a été exceptionnelle et ceci malgré la distribution importante de stock-options aux managers. Ce n'est pas pour rien que la société a été reconnue en 2012 comme l'entreprise ayant la croissance la plus rapide du secteur énergie.

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est gérée pour la croissance... mais semble avoir des lacunes dans la gestion de ses stocks et la maîtrise de ses charges. Ce qui ne l'a pas empêchée de créer énormément de valeur sur 6 ans.

Analyses de société

III. Solidité bilantaire

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

1. Ratio courant : 20,6

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

Les actifs courants de Profire Energy sont plus de 20 fois supérieurs aux passifs courants. La liquidité de la société est très bonne, surtout qu'elle n'a aucune dette financière.

2. Trésorerie nette par action : 0,27 USD

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

La trésorerie nette représente 25% du cours de 1,08 USD. Elle est un matelas de sécurité toujours appréciable en temps troubles.

3. Rapport free cash-flow moyen /dette long terme : 0,98

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

Ce ratio nous indique qu'un an d'activité ordinaire est suffisant pour payer l'intégralité des engagements à long terme. Nous ne voyons donc pas de risque de ce côté-là.

4. Ratio de solvabilité : 137 %

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

Le ratio de solvabilité de Profire Energy n'appelle aucun commentaire. Il dépasse largement nos exigences.

Conclusions : Profire Energy présente un bilan en béton armé. Avec du cash et aucune dette financière.

Analyses de société

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

2014-2015	0,11
2013-2014	0,12
2012-2013	0,03
2011-2012	0,07
2010-2011	0,04
2009-2010	0,03
2008-2009	0,02

Les bénéfices de la société sont en très forte croissance tout au long de la période, avec un passage à vide en 2013-2014. Sur 7 ans, le bénéfice par action a été multiplié par 5,5x.

2. Chiffre d'affaires par action

2014-2015	0,99
2013-2014	0,76
2012-2013	0,37
2011-2012	0,35
2010-2011	0,18
2009-2010	0,13
2008-2009	0,16

Corolaire aux bénéfices, l'activité a augmenté elle-aussi fortement. Elle a été multipliée par 6,2 sur la période. Soit plus rapidement que les bénéfices. Comme nous l'avons vu plus haut, les charges ont fortement augmenté sur le dernier exercice, ce qui explique que l'activité a progressé un tout petit peu plus vite que les profits.

3. Free cash-flow par action

2014-2015	0,04
2013-2014	0,10
2012-2013	0,04
2011-2012	0,04
2010-2011	0,03
2009-2010	0,03
2008-2009	0,02

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son ac-

Analyses de société

tif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Les flux de trésorerie libre générés par Profire Energy sont plutôt irréguliers et très proches des bénéfices réalisés, sauf pour les dernières années. En effet, la société a fortement investi lors des 2 derniers exercices (près de 9 M USD), alors que pour les 5 exercices précédents, la société « surfait » sur ses produits sans investissements lourds (2,5 M USD la période de 2008 à 2013). Il faudra voir au cours des prochains exercices si les capitaux ont été bien alloués dans des actifs qui généreront de la croissance rentable. Impossible de se prononcer à l'heure actuelle.

4. Dividende par action

2014-2015	0,00
2013-2014	0,00
2012-2013	0,00
2011-2012	0,00
2010-2011	0,00
2009-2010	0,00
2008-2009	0,00

La société n'a jamais distribué de dividende, préférant faire gonfler ses fonds propres et croître sa trésorerie. Par ailleurs, le fait de maintenir les capitaux au sein de la société a permis de financer d'importants investissements (9 M USD) sans recourir à des emprunts bancaires.

5. Marge d'exploitation

2014-2015	16,68%
2013-2014	24,50%
2012-2013	12,79%
2011-2012	13,93%
2010-2011	29,14%
2009-2010	29,25%
2008-2009	21,43%
2014-2015	16,68%

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

Le taux de marge d'exploitation est en décroissance sur les derniers exercices. C'est peut-être une des explications des investissements récents pour capter de nouveaux marchés à forte rentabilité. La hausse des charges n'y est pas non

Analyses de société

plus pour rien.

Conclusions : Au vu des chiffres, Profire Energy est une société à très forte croissance (rentable !).

V. Rentabilité

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

1. ROE

2014-2015	12,91%
2013-2014	26,23%
2012-2013	13,69%
2011-2012	36,93%
2010-2011	29,50%
2009-2010	36,77%
2008-2009	52,06%
2014-2015	12,91%

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

Avec un ROE moyen de 29,7 %, il est indéniable que l'argent investi initialement par les actionnaires a été rentabilisé de manière optimale. Le ROE est impacté à la baisse par une trésorerie importante qui n'a fait que grossir au fil des ans.

2. Rapport free cash flow/dividende

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

Ce ratio n'a pas lieu d'être car la société ne distribue pas de dividende.

Conclusions : Profire Energy présente une rentabilité historique très élevée.

VI. Valorisation

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

1. PER 2015 : 10 (PER moyen des 7 dernières années : 23)
2. Rendement dividende : 0 % (la société ne distribue pas de dividendes)
3. Price to book 2015 : 1,25 (price to book moyen des 7 dernières années : 4,65)

Analyses de société

4. Price Net cash ratio : 3,95 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus). Dit autrement, la capitalisation boursière de la société est couverte à 25,3% par la trésorerie nette.

5. Objectif de cours de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Profire Energy s'établit à 2,20 USD.

VII. Conclusions

Avec un coût d'acquisition de 1,08 USD, nous pouvons acheter des actions Profire Energy avec un potentiel, par rapport à notre objectif théorique, de 104 %.

Profire Energy est un exemple type de la société de très forte croissance rentable. Impossible de savoir si l'avenir ressemblera au passé. Tout ce que nous savons, c'est que la société semble développer des produits de niche très rentables et qu'elle a récemment fortement investi pour préparer l'avenir.

Il y a des risques importants que la division du titre par 4 sur ses plus hauts 2014 confirme. Ce peut être l'obsolescence de ses produits, une concurrence qui se développe, un secteur en déprime, une technologie de rupture qui apparaîtrait chez un concurrent, ...

Face à ces risques, nous notons que la société a une forte position de trésorerie et que si elle parvient à retrouver un peu de sa croissance rentable après l'exercice 2016 déjà annoncé en fort recul, il se peut que Profire Energy sorte la tête de l'eau.

Enfin, à noter que le CFO (Directeur Financier) a quitté la boutique en juin dernier après des années de contribution à la croissance de la société, dont l'introduction en bourse. Bon ou mauvais signe ? En tout cas, pour l'heure, ce sont 300 000 USD d'économie annuelle.



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