

# Investir Intelligemment



# Sommaire

Edito .....	<a href="#">page 3</a>
Portefeuille .....	<a href="#">page 13</a>
Suivi des sociétés analysées .....	<a href="#">page 15</a>
News de nos sociétés .....	<a href="#">page 16</a>
Analyse de la société Kohl's Corp. ....	<a href="#">page 25</a>
Analyse de la société GigaMedia Ltd. ....	<a href="#">page 34</a>
Pour mieux appréhender « les Daubasses » .....	<a href="#">page 39</a>

# Edito



**N**ovembre 2015. Big Data, Algorithme et Gros Dada.

Dans ce 55ème éditto, nous allons vous parler du futur. Un futur qui selon les spécialistes sera technologique ou ne sera pas. Un futur technologique qui nous permettra de vivre jusqu'à 200 ans, de prévoir l'arrivée de votre grande tante à votre 88ème lunch d'anniversaire à la seconde près, 3 ans à l'avance. On saura aussi tout de vous, surtout vos habitudes et vos tocs, la couleur de votre calcif et de vos pompes dès le premier passage en machine à laver intelligente. Mais encore, ce truc devenu honteux et surtout dépassé : que vous investissiez encore avec ces vieux cons des Daubasses toujours en vie, alors que la majorité de vos collègues de bureau pratiquent depuis des lustres le Value Investing à haute fréquence, à un prix démocratisé et nettement plus palpitant avec un bilan gain/perte disponible toutes les minutes via une application d'un fun à vous coupez le souffle!

D'après certains spécialistes, grâce à la technologie, la vie sera plus belle, plus confortable, plus haletante, plus transparente, plus précieuse à vivre... dans le futur. Pour d'autres, ce sera la dictature du « micro-possesseur », du vilain cloud, du salopard de pixel... La fin de l'humain, du sensible, de l'émotion. Nous serons tous des esclaves, enchaînés, dirigés, exploités par d'ignobles machines autogérées et fabriquées par des esprits encore plus ignobles! Le futur sera sombre si nous n'agissons pas maintenant, nous disent-ils.

Pour prétendre essayer de comprendre toute cette agitation sur le futur, nous pensons qu'il faut au moins se pencher sur trois « concepts » qui nous semblent être les trois piliers du futur. Tout d'abord, le **Big Data**, qu'est-ce que c'est? Il s'agit en fait d'une mémoire artificielle... Difficile d'expliquer à quoi cela ressemble. Mais pour faire très bref, vous prenez la plus grosse tête parmi les

# Edito

membres de l'équipe des Daubasses, soit notre ami Franck, et vous la comparez avec une des 6 boules de l'Atomium de Bruxelles... Soudain, la plus grosse tête de l'équipe des Daubasses devient une tête d'épingle... Minus de chez minuscule. Dans la mémoire de Franck, se trouvent stockées un tas d'affaires qu'il a faites, qu'il a vues, ressenties, apprises par cœur et j'en passe... Du premier souvenir de bambin où il a essayé de percer l'oreille gauche du chat du voisin, dans l'idée de lui mettre une boucle d'oreille comme tonton Gaston le frère de sa maman, en passant par sa première frime devant Nathalie la fille du charcutier de Barfleur, en haute Normandie, un jour de Saint Valentin, en finissant par l'entraînement serré et intense qu'il compte réaliser en vélo, à pied et à la nage, en vue du triathlon XL de Berlin du 31 juillet 2016... Un Big Data c'est donc la mémoire de Franck fois X milliards. Cela ne dira rien à la plupart d'entre vous, comme nous d'ailleurs, mais IBM nous explique que nous générons 2.5 trillions d'octets de donnée par jour dans le monde, et que ces données proviennent de partout : de capteurs utilisés pour collecter les informations climatiques, de messages sur les sites de médias sociaux, d'images numériques et de vidéos publiées en ligne, d'enregistrements transactionnels d'achats en ligne et de signaux GPS de téléphones mobiles... et mille autres histoires que nous faisons, disons, pensons... Voilà donc le premier pilier en place.

Le second, c'est l'**Algorithme**. Et là, nous sommes désolés de devoir vous dire que nous n'allons plus prendre cela à la rigolade, ni ironiser à l'emporte pièce, car c'est du sérieux et il n'y a pas plus à commenter que sur  $1+1=2$ ! Mais qu'est-ce que c'est un algorithme? En gros, c'est la création d'un gars à la tête bien remplie et pas qu'avec des souvenirs, mais surtout de la mathématique et du langage informatique, qui est capable de raisonner de manière complexe et qui va plonger les mains dans le cambouis du Big Data, pour mettre en relation un tas d'histoires du genre: combien de wallons vivant en Belgique se traitent de *baraki*(\*) sur Facebook quand le thermomètre dépasse les 25°C et que le nombre de bières bues à partir de 18h30 dépasse 12 bouteilles de 25 centilitres... Ce qui devrait alors permettre à AB Imbev, avec un autre algorithme, de faire grimper instantanément dans le futur le prix de l'hectolitre de Jupiler (\*\*) de 10€ à chaque fois que le température dépassera les 24°C en Wallonie... Bien sûr, c'est une explication basique de chez basique, car l'algorithme pourrait aussi être programmé pour cibler les quartiers de Charleroi où le nombre d'alcooliques sont les plus nombreux, ce qui permettrait alors à Imbev de craquer 20% supplémentaires sur l'hectolitre les jours de canicule, mais aussi de lancer une armada de nanas en bikini pour offrir la bière dans les quartiers des buveurs de vins raffiné et très légèrement pédant du Brabant Wallon (\*\*\*) qui exècre le baraki et pour qui « Jupiler » est une insulte. Voilà, c'est bien sûr un seul exemple, et il en existe des millions qui ne sont pas forcément commerciaux, mais plutôt politiques, destinés à la santé, à l'éducation... On voit donc qu'avec une collection de données passées, mais sans cesse actualisées, nous pourrions prédire l'avenir sans problème. Du style: augmentation probable au cours des prochains étés dans la région du Brabant Wallon du nombre de buveurs de Jup', car les « péteurs » qui ont grimacé cette année, en prenant la canette offerte par les nanas, ont ensuite *tweeté* abondamment et expliqué à leur amis de Fa-

# Edito

cebook les mensurations de ces demoiselles en y ajoutant moult détails sa-laces. Ce qui a fait émerger un désir massif et exprimer clairement dans les messages de ces même amis, de connaître la date de la distribution suivante de Jup'... L'algorithme d'Imbev a aussitôt calculé qu'il faudrait recruter a minima 60 nanas supplémentaires l'an prochain, mais qu'il faudra aussi passer lors des recrutement de toutes les hôtesse à une taille de bonnet moyen B-C, à des tailles E et F, et ceci selon ce que ces obsédés ont lâché comme gros mot et liké comme photo! Bien sûr, ce que notre algorithme nous sort tient des probabilités et est basé sur une modélisation. Ce n'est donc au final pas certain, mais presque quasi-sur! Cela nous semble donc assez clair, et espérons que ce l'est aussi pour vous.

Venons en au troisième et dernier pilier du futur, qui est aussi le plus facile à comprendre : le robot. Et là, pas besoin d'explication. On sait tous qu'il existe des méchants et des gentils robots, comme dans les films et ce sera pareil dans le futur... Et puis, nous pourrons aussi acheter des robots pour faire un tas de choses à notre place comme : travailler dur, bêcher le jardin ou faire la vaisselle un peu plus finement que ce bourrin de lave vaisselle Bosch qui n'arrive toujours pas après 20 ans de fausses améliorations technologiques, à nettoyer convenablement le caramel dans le bol Schtroumf des enfants. Chez les Daubasses, nous adorons les robots. Nous adorons tellement les robots que nous avons déjà choisi à l'unanimité et en un seul tour de votation, comment nous appellerons notre premier robot : **Gros Dada**. La première chose que nous demanderons à « Gros Dada », sera de nous apporter de l'Orval fraîche du frigo, à heure fixe et à chaque membre de l'équipe dans son bureau. Nous lui demanderons aussi de servir le breuvage des moines dans les règles de l'art, verre incliné à 45°, écoulement à flux moyen, le long de la paroi du verre. Redressement progressif du verre au fur et à mesure que la bouteille se vide, pour commencer à travailler le nuage de mousse immaculé, le cumulus divin dont l'épaisseur sera fixée entre deux centimètres et deux centimètres et demi, et qui est le véritable baisé de volupté du houblon, le « filtre » Dionysiaque que traverse le liquide avant d'inonder vos papilles de bonheur... Merci Gros Dada!

Pour l'instant, Louis A qui surveille les prototypes de la Silicon Vallée, et ce chaque semaine ou presque, ne voit rien qui pourrait ressembler de près ou de loin à notre futur « Gros Dada », juste le très lointain Sputnik x160d, spécialisé dans l'envoi à distance de suppositoires, et la répétition de message sur-articulé pour ouïes faibles et principalement destiné aux maisons de retraite... Et cela ne nous enchante guère, même si Louis P pense déjà, à juste titre et dans le pur esprit Daubasse, que nous pourrions nous en servir d'une autre manière, tout en n'excluant pas que nous en aurons peut-être plus besoin que nous ne pouvons l'imaginer aujourd'hui. Enfin, toujours de notre point de vue, encore pas mal de chemin pour que le futur soit aussi transparent qu'un double vitrage injecté à l'argon!

Une fois ces trois piliers décrits et surtout compris, nous devons vous avouer que nous avons buté sur un point : les hommes essayent de prévoir le futur de-

# Edito

puis presque toujours et le truc reste foireux depuis au moins 7 000 ans, date à laquelle nous avons les premières traces de sa recherche effrénée de connaître le futur! Pourquoi serions-nous en mesure de mieux réussir aujourd'hui qu'hier... est la question que nous nous posons!

En effet, nous avons des traces d'astrologie datant de la préhistoire chez les Mésopotamiens, les Indiens et les Chinois. Et puis, l'homme a inventé les Dieux. La croyance des anciens Grecs en la possibilité de prédire l'avenir provient de l'idée que les Dieux, de préférence quand on les priait ou leur faisait des offrandes, accordaient régulièrement des révélations sur le futur, par l'intermédiaire d'augures. La plus célèbre confidente des Dieux de l'époque est la Pythie de Delphes qui joue un rôle important dans la politique et le religieux. A Rome, c'était à l'aide des aruspices, soit les entrailles d'animaux, que l'on lisait l'avenir. Le christianisme et les religions monothéistes de manière générale sont basées en partie sur la prévision d'un monde meilleur après la vie terrestre. Au 11ème siècle dans son ouvrage le « Didascalicon », Hugue de Saint-Victor relève deux sciences de la divination, la mantique et les mathématiques, qui regroupent les aruspices, les augures et les horoscopes. Et à l'époque c'est du très sérieux. En 1555, Nostradamus publie ses très célèbres « Vraies centuries et prophéties ». Même si l'ami Nostradamus n'a plus trop la cote, son livre a survécu à 5 siècles et est encore édité et lu de nos jours... et certains commentateurs disent encore qu'il a tout prévu... Et puis, nous aurons encore en vrac, la tarologie, la cartomancie et puis en 1937 la lecture de l'avenir dans les taches d'encre!

Tous ceci fait sourire, mais est-ce que la triade: Big Data, Algorithme et Gros Dada ne fera pas aussi sourire dans 5 siècles quand ils s'ajouteront à l'histoire du rapport entre l'homme et le futur, juste après l'histoire des taches d'encre? Nous n'en savons rien, mais de notre point de vue, c'est le même schéma que l'homme reproduit au fil des siècles : inventer des entités qui lui sont supérieures, mystérieuses et difficilement intelligibles, et surtout qui dépassent la simple condition humaine. Des entités supérieures qui le guident et qui vont donc lui tracer un futur, épuré au maximum de hasard. Car le véritable levier de cette recherche ininterrompue de savoir de quoi sera fait notre futur, est dû au seul hasard dont l'homme a une sainte horreur, car cela l'oblige à se bouger les « miches » et à s'adapter en permanence, alors que son souhait serait de poursuivre de manière infinie dans ses habitudes, ses territoires connus, balisés, sans surprise, sans changement inattendu... comprenez : sans cette irruption de hasard... qui bouleverse son train-train!

Nicholas Nassim Taleb qui est connu pour appeler un chat un chat, nous explique clairement la chose suivante : « ... l'erreur majeure est donc la suivante: quand on nous demande d'imaginer le futur, nous avons tendance à prendre le présent comme point de référence, puis à créer une destinée spéculative, en lui ajoutant de nouvelles technologies, de nouveaux produits qui semblent faire sens, en nous fondant sur des évolutions passées. En outre, nous représentons la future société en fonction de notre utopie du moment, laquelle est en grande partie gouvernée par nos souhaits... »

# Edito

L'évolution du monde est bien plus lente que nous l'imaginons souvent. Ce même Nicholas Taleb nous explique par exemple, qu'entre l'invention de la roue (-3500) et l'invention de la valise à roulette, il s'est écoulé plus de 5 000 ans... Il nous montre aussi qu'entre des ustensiles de cuisine retrouvés intacts à Pompéi en 79 et nos ustensiles de cuisine d'aujourd'hui, les changements sont infimes... et il s'est écoulé plus de 19 siècles.

Penser que les technologies vont enfin nous dévoiler le futur en compilant du passé et du présent que l'on va projeter (entendez modéliser dans le futur), nous semble pouvoir être mis sur le même pied que la croyance des anciens grecs. Penser que la technologie va améliorer ponctuellement nos vies et notre monde c'est certain, sans pour autant savoir à l'avance dans quelle mesure et dans quel domaine.

Et l'investissement dans tout cela ? L'investissement n'échappe pas au monde et nous retrouvons bien entendu deux types d'investisseurs: une majorité qui travaille à projeter le passé et le présent dans le futur, et une minorité dont nous faisons partie et qui travaille avec le passé, le présent et le hasard.

Nous laissons la conclusion sur l'investissement à Nassim Nicholas Taleb : « ... *Les prévisions classiques (qui n'impliquent pas ce qui est fragile aujourd'hui) se dégradent avec le temps ; quand il y a des non-linéarités, plus la prévision est longue, moins elle sera exacte. Ainsi le taux d'erreur pour une prévision à 10 ans concernant la vente d'une société informatique, ou les bénéfices d'un vendeur de marchandises, peut être mille fois supérieur à celui d'une prévision à 1 an... »*

Petit glossaire de mots et d'expressions belges employées dans notre texte:

(\*) Baraki : il y a quelques points qui caractérisent le baraki. Tout d'abord, il vit dans un désordre permanent: dans sa cuisine, sa salle à manger, sa salle de bain, sa chambre à coucher, son garage et son jardin. Le baraki ne connaît pas le mot rangement. Il aime accumuler les objets et vit dans un capharnaüm indescriptible, style arrière salle de vente. Ensuite, il aime mieux regarder les pubs sur le dentifrice, le savon, les rasoirs, les peignes, la poudre à lessiver et Monsieur Propre... que de s'en servir. Enfin, son fort accent du terroir et ses expressions propres, exigent parfois une traduction en Français. Il vaut mieux le rencontrer à jeun que bourré. Rien ne sert de le contredire, car il a toujours raison vu qu'il connaît tout sur tout, le monde n'ayant plus de secret pour un baraki.

(\*\*) Jupiler : C'est la marque de bière wallonne fétiche, fabriquée historiquement dans la banlieue de Liège, et plus précisément dans la commune de Jupille-sur-Meuse (d'ou son nom) par la brasserie Pied-de-Boeuf. La Jupiler est une bière blonde de type *pils* titrant 5% d'alcool et produite aujourd'hui par le numéro 1 mondial de la bière, la société belge AB Inbev. C'est donc une bière extrêmement populaire, aimée par tous les Belges, du baraki au premier ministre...

# Edito

(\*\*\*) Brabant Wallon : Le Brabant est l'une des 9 provinces belges qui se divise en 2 zones distinctes, le Brabant Flamand et le Brabant Wallon, que les wallons de Charleroi appellent le BW. Le Brabant Wallon est situé entre Bruxelles et le Hainaut, dont Charleroi en est la ville la plus importante suivie de Mons... Voici encore 65 ans, quand Charleroi était l'une des villes les plus prospères du monde, ce Brabant Wallon était avant tout rural et paysan. Aujourd'hui, le BW est peuplé de citoyens stylés et buveurs de vin. Et Charleroi est devenue l'une des villes les plus pauvres d'Europe et continue à boire de la Jup'. Pour les habitants du Brabant Wallon, Charleroi est la région par excellence du baraki, un coupe-gorge infâme et absolument dénué d'intérêt... Pour le Carolo (l'habitant de Charleroi), les habitants du BW sont de prétentieuses petites choses qui roulent en 4X4 et vous regardent de haut.

## Compte-rendu mensuel

En ce mois d'octobre 2015, nous avons assisté au second plus gros *boost* du marché représenté par le tracker MSCI world depuis le 24 novembre 2008, avec une progression de +9.72% alors que notre portefeuille s'est apprécié de +4.36%.

Nous observons donc une nouvelle fois la chose suivante: lors de la chute des marchés du mois d'août et de septembre de -11.55%, notre portefeuille a résisté en ne perdant sur les deux mois que -3.36%. Mais bien sûr notre portefeuille s'est fait distancer sur le *boost* de ce mois d'octobre!

La différence entre les *big caps* présentes dans le tracker MSCI World et notre portefeuille composé majoritairement de *small* et *mid caps*, réagit de plus en plus différemment selon le marché. Et nous avons une nouvelle fois l'illustration que tout retardement de la hausse des taux à long terme US et les *quantitative easing* des banques centrales européennes et japonaise profitent aux grosses capitalisations du marché.

Cette observation nous conforte donc une nouvelle fois dans l'idée que le cours de bon nombre de nos sociétés est influencé par leurs propre activité, contrairement aux *big caps* devenues assez clairement des investissements par défaut.

Cela dit, sur l'année 2015, avec une performance de +10.85%, le portefeuille a gardé une très mince avance, même après ce *boost* prodigieux du tracker MSCI World qui affiche une performance de +10.81% dividendes réinvestis.

## Mouvements mensuels

Trois achats ont été effectués au mois d'octobre dans 3 catégories différentes : net-net, net-estate et RAPP.

Le premier octobre, nous achetons 3 080 actions de la société **Allied Healthcare Products**, une net estate US active dans les appareils respiratoires. Pour la petite histoire, la société a été introduite dans nos listes lors de la chasse du 13

# Edito

décembre 2013. Nous avons rédigé une analyse le 27 décembre 2014 que nous vous avons présentée dans la lettre de janvier 2015. La société cotait alors 1.59 \$, prix que nous jugions déjà un peu cher avant que la société ne booste de 22% le 31 décembre 2014. Et nous avons laissé traîner un ordre d'achat à 1.31\$ pendant quelques mois pour essayer d'augmenter le potentiel afin qu'il soit autour de 120%, mais cet ordre n'a jamais été exécuté. Toujours embusqués et patients, nous avons enfin acheté ce premier octobre, en deux temps, 3 080 actions à un prix moyen frais inclus de 1.2013\$.

Le second achat est une net-net US, **Rubicon Technology**. Cette seconde société a fait également l'objet d'une petite « saga » ou encore de 11 pages de discussions en interne au sein de l'équipe des Daubasses. Elle a été intégrée dans nos listes lors de la chasse du 7 septembre 2014. Et nous avons éprouvé quelques difficultés pour comprendre son activité, car le saphir était pour nous une pierre naturelle. Après Rubicon, nous avons finalement compris que le saphir pouvait aussi être artificiel, produit en plaques ou dans n'importe quelle forme et qu'il servait aussi bien dans les LEDs que dans les écrans de téléphone. Nous avons réalisé l'analyse le 10 septembre et elle a été publiée dans la lettre n°42 d'octobre 2014. Le cours était alors de 3.40\$ et nous jugions les décotes assez limite et nous avons dans nos discussions et dans la lettre émis la possibilité d'option. Le jour de la publication de notre lettre le 8 octobre, notre fidèle abonné et ami Diego nous informe qu'un concurrent a fait faillite: il s'agit de GT Advanced Technologies Inc. Rubicon prend 8% ce jour-là. Cinq jours plus tard, le vendredi 13 octobre, le cours s'envole de 44% et pulvérise d'un seul coup tous nos espoirs d'investir dans cette Daubasse pur jus. Nous laissons passer du temps et notre patience finit par payer: le 5 octobre 2015 un ordre à 1.02\$ est exécuté sur 1 400 actions, alors que nous avons décidé de prendre pour 1% du portefeuille, soit 3 600 actions. Le cours prenant 10% du jour au lendemain, le 7 octobre nous relevons notre ordre à 1.15\$ et nous serons servis en trois tranches à un prix compris entre 1.13\$ et 1.14\$. Notre prix de revient moyen frais inclus s'élèvera à 1.1126\$.

Ces deux histoires pour mieux faire comprendre que la discipline dans l'investissement est un élément d'une importance majeure. Ce n'est en aucun cas le marché qui décide du prix que vous allez payer, mais seulement vous, aidé de votre *process*. Rien ne sert de courir après un coup qui booste, même si les regrets sont bien présents et même plus quand les occasions se font plus rares. Est-ce que vous améliorez le potentiel estimé de l'ensemble de votre portefeuille?... est une excellente question et il ne peut y avoir que deux réponses oui ou non. Et si c'est non, il vaut mieux ne rien faire. Vous avez donc deux points pour vous aider à la décision : votre *process* et le potentiel estimé de votre portefeuille. Attention enfin, car tout ceci a l'air très facile et très simple quand c'est formulé en 7 lignes, mais sur le moment, quand vous devez prendre une décision d'investir ou d'attendre, ce n'est jamais facile et jamais simple. Ceux qui vous diront le contraire sont des amateurs.

Le troisième et dernier achat du mois est une RAPP du nom de **Kohl's Corpora-**

# Edito

**tion.** C'est une chaîne de 1 164 magasins, répartis dans 49 états des USA. La société vend des vêtements, des chaussures et des accessoires. La société figure dans nos listes depuis le 23 juillet 2015 et elle cotait ce jour là 61.87\$, et son potentiel estimé était de 79%, ce qui ne nous semblait pas attractif. Mais 3 mois plus tard, après une chute du cours de 25% et un potentiel qui remonte à 144%, nous avons changé d'avis. Le 23 octobre, nous achetions 85 actions à un prix moyen frais inclus de 44.64\$! Nous pensons que c'est un très bel exemple de rentabilité cachée doublée d'un collatéral immo de 45.41\$ au coût d'acquisition. Et donc le type de situation que nous affectionnons le plus souvent, un risque relativement limité face à un potentiel plus qu'intéressant.

## Les top et les flops, focus performance du mois d'octobre 2015

### Top 3

1° RAPP : **Futur Fuel** = +55.97%

2° Net Net : **Asian Pacific Wire & Cable** = +38.15%

3° Net Estate : **STR Holding** = +34.21%

### Flop 3

1° RAPP : **ADL Partner** = -29.61%

2° Diversification Value : **Dundee Precious Metal** = - 20.64%

3° Net Net : **Natuzzi** = -12.68%

## Généralités sur le portefeuille

Historiquement, sur 6 années pleines, de 2009 à 2014, le portefeuille du club a dégagé -1.53% de performance moyenne sur les mois d'octobre, qui est le seul mois de l'année à dégager une performance moyenne négative. La performance d'octobre 2015 est donc supérieure à cette moyenne avec une performance de +4.36%

Si l'on tient compte des achats et des ventes (achats - ventes) de ce mois, nous avons un solde positif de +10 305.52 €, avec 3 achats et aucune vente. Sur l'année 2015, nous avons acheté pour la somme de 78 187.56 € et effectué des ventes pour 96 416.95 €. Le solde achats - ventes est donc négatif de -18 229.39 €. Nos liquidités ont donc diminué ce mois et pèsent, au 31 octobre, 20.13% du portefeuille.

Voici à présent le suivi par catégorie sur l'année 2015, et ce mois d'octobre :

1° Net Estate = + 14.35% (sur le mois = +7.30%)

2° RAPP = +10.75% (sur le mois = +5.77%)

3° Net Net = + 8.79% (sur le mois = -2.30%)

4° Diversification Value = -16.82% (sur le mois = +2.21%)

On l'observe au fil des mois, chaque catégorie a son heure de gloire selon l'humeur du marché. Dans des marchés en baisse, les net-net sont souvent à l'honneur. Et sur rebond relativement important des marchés, ce sont les net-estate

# Edito

qui prennent le dessus. Quant à la catégorie Rapp qui s'étoffe progressivement, nous l'avons vue jouer un rôle aussi bien dans un marché en recul qu'en progression. Cette catégorie qui pèse aujourd'hui 7.80%, n'est pas encore suffisamment diversifiée pour juger de manière plus ou moins fiable du rôle qu'elle va jouer sur l'ensemble du portefeuille. La catégorie Value est par contre et sans conteste la partie la plus décorrélée, avec des *big caps* et du non-côté dans nos holdings, de l'émergent, des matières premières et nos mines d'or et d'argent... C'est aussi la catégorie qui aura le plus souffert cette année et jusqu'à présent avec un recul de -16.82%.

## Qu'est-ce qu'on raconte sur le blog des Daubasses ce mois-ci ?

Pour ceux d'entre vous qui n'ont pas toujours le temps de lire nos articles sur le blog au fur et à mesure de leurs publications, nous allons dorénavant les regrouper dans cette rubrique. Et vous pourrez donc les consulter en un seul clic.

[Le travail des Daubasses salué dans la presse financière française.](#)

[Tout ne « roule » pas de la même manière... Fidèles à nos habitudes didactiques, nous aimons parfaire le détail, avec clarté et simplicité, pour expliquer la différence entre fond de roulement et besoin en fond de roulement.](#)

[Dernier épisode de la saga sur la peur italienne de 2012, avec les céramiques de luxe du groupe Panaria et le film complet de notre investissement, avec l'analyse d'avant achat et les 17 news d'après achat. De l'arrêt sur image répété, pour comprendre que rien dans l'investissement n'est simple et facile, même quand cela se clôture par +133%!](#)

[Un fidèle lecteur, que nous remercions au passage, nous permet de comprendre un peu mieux la valeur ajoutée de notre travail.](#)

[Suivre le \*process\* et rester en embuscade, l'analyse d'une société française qui n'a jamais correspondu à nos critères et que nous n'avons donc jamais achetée pour le portefeuille Daubasse.](#)

## La rubrique culturelle

Résister aux baisses du marché, un exercice difficile!  
[Pourquoi les corrections sont-elles si abruptes?](#)

Le retour du moche.  
[Et maintenant Intermarché veut nous faire acheter des « biscuits moches »](#)

Rien n'a changé, c'est toujours facile de se moquer du premier de la classe quand il rate une petite marche...  
[La mauvaise passe de Warren Buffett](#)

# Edito

La route du soleil n'a pas été inventée par les Incas, mais par les Français, co-cooooo... ricoooooo....!

[La « route solaire » qui produit de l'énergie, une première tricolore](#)

Ecouter les battements de votre coeur, la circulation du sang dans vos veines, les mouvements de votre estomac... c'est possible avec Microsoft.....

[Microsoft bat le record de « l'endroit le plus silencieux » au monde](#)

Et pour clôturer cet édito en beauté, encore une petite louche de Big Data, d'Algorithme et de Gros Dada!

[La start-up flamande qui intrigue \(ou irrite\) le monde du cinéma](#)

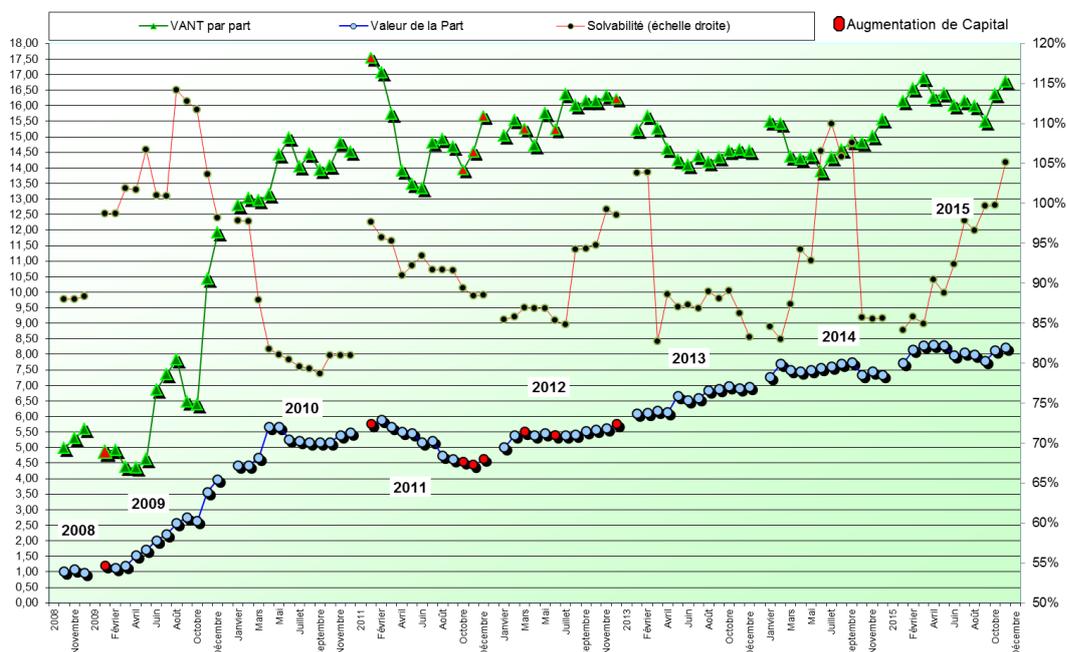
L'Equipe des Daubasses



# 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	
6 novembre 2015	
Valeur d'une Part	8,20 €
Valeur des Actifs Net Tangible	16,77 €
Potentiel	104,40%
Solvabilité pondérée	105,16%
3,33% Pondération Max	11.920,23 €
Nombre total de positions	62
Répartition des Devises	
Euro	40,40%
Dollar Américain	38,04%
Livre Sterling	12,65%
Dollar Canadien	5,52%
Courone Suédoise	1,02%
Franc Suisse	1,52%
Variation des devises Yield	
	4,92%
Nombre de société vendue	116
Gain Moyen	1.742,71 €
Perte Moyenne	- 354,81 €
Société en Gain	81
Société en Perte	35
Rapport	
Gain Moyen / Perte Moyenne	4,91



# 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	41%	Trans World Entertainment	552%	1,34%	2	0	2	480%	Avalon	-7%	0,94%
0	3	3	31%	Leeds Group Plc	125%	2,48%	3	3	6	272%	Exacompta - Clairefontaine	13%	2,09%
3	1	4	209%	Vianini Industria	-3%	2,62%	0	3	3	70%	Gevelot	371%	4,10%
0	0	0	58%	Jemtec	-63%	0,24%	3	3	6	141%	Irce	49%	1,27%
3	0	3	236%	BFS Entertainment&Multimédia	-51%	0,52%	3	1	4	94%	Natuzzi	-15%	1,76%
3	2	5	84%	MBL Group	19%	0,81%	0	3	3	60%	Peel Hotels	222%	4,83%
3	0	3	464%	Asian Pacific Wire & Cable	-24%	1,89%	1	3	4	68%	Hammond Manufacturing	73%	1,26%
3	0	3	269%	Deswell Industries Inc	-23%	1,28%	3	0	3	165%	Encre Dubuit	7%	1,90%
0	2	2	25%	Velcan Energy	56%	0,66%	3	1	4	247%	Dover Downs Gaming	6%	1,87%
2	2	4	218%	Global Tech Advanced Inovation	23%	2,24%	3	0	3	93%	I Grandi Viaggi	7%	1,96%
0	2	2	62%	Norcon Plc	48%	1,76%	0	2	2	44%	SunLink Health System	96%	3,53%
3	0	3	150%	Matica Technologies	-1%	1,77%	3	0	3	453%	STR Holdings inc	-84%	0,08%
2	1	3	159%	Gravity Corp Ltd	-29%	1,30%	0	2	2	20%	Skyline Corp	65%	1,53%
1	2	3	69%	Emerson Radio	-7%	1,55%	3	0	3	217%	Signaux Girod	-31%	0,63%
3	2	5	103%	Enteq Upstream Plc	-15%	0,85%	3	3	6	108%	Amrep Corp	35%	2,06%
3	1	4	143%	LeapFrog Entreprises Inc	-41%	0,59%	3	1	4	216%	Gafisa S.A.	-25%	1,37%
1	3	4	78%	Richardson Electronics Ltd	4%	0,96%	3	0	3	255%	Civeo	-29%	0,77%
3	0	3	417%	Rubicon Technology Inc	18%	1,17%	1	1	2	81%	Thalassa	30%	1,28%
3	1	4	153%	GigaMedia Ltd	7%	1,02%	1	1	2	46%	Hyduke Energy Services	106%	1,64%
							3	2	5	137%	Bernard Loiseau	7%	0,99%
							3	2	5	127%	Allied Health Care Products	3%	0,96%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
2	0	2	96%	Eastern European Property	-18%	0,56%	3	2	5	155%	GEA	2%	0,90%
3	2	5	117%	Elephant Capital Plc	-41%	0,08%	0	3	3	36%	Bell AG	35%	1,52%
0	3	3	24%	Luxempart	37%	1,32%	0	3	3	60%	Global Sources Ltd	58%	1,58%
3	2	5	364%	Dundee Precious Metal	-73%	0,80%	1	3	4	51%	FutureFuel	32%	1,35%
0	3	3	14%	Sofragi	35%	0,82%	3	1	4	221%	ADL Partner	-35%	0,64%
1	2	3	55%	(ADR ) First Pacific Ltd	-27%	0,83%	3	3	6	128%	Dillard's Inc	0%	0,92%
1	3	4	17%	(ADR ) Jardine Stratégic Ltd	4%	1,16%	3	3	6	138%	Kohl's Corporation	6%	1,02%
0	2	2	44%	Silver Standard Ressource	7%	0,58%							
2	1	3	82%	Argonaut Gold	-75%	0,31%							
2	0	2	106%	Sprott Ressources Corp	-58%	0,75%							
2	0	2	64%	Socfinaf	-18%	0,84%							
3	0	3	230%	Alamos Gold	-57%	0,42%							
3	2	5	128%	Great Eagle Holdings Ltd	9%	1,02%							
3	2	5	85%	Symphony International Holdings L	1%	0,93%							
2	2	4	66%	Bonheur ASA	-25%	0,76%							

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	1	1	72%	Paradise Inc
1	3	4	68%	AKER -A-

## News de nos sociétés



### **ADL Partner (France) Ticker : ALP.PA**

Le troisième trimestre du millésime 2015 est mi-figue, mi-raisin. Certes, il est en baisse de -3,1% au niveau de l'activité, mais c'est une baisse moins forte que le deuxième trimestre (-5,9% pour rappel). Le business repart fort en Espagne (+18,3%) et les investissements dans la filiale ADLP Assurances se poursuivent « afin de constituer un portefeuille de contrats, porteurs de revenus futurs », selon le management.

Et de nouveau, et ce n'est pas forcément pour nous plaire, ADL Partner a pris des parts minoritaires dans la société LEOO spécialisée en marketing innovant et fondée en 2009. Des partenariats sont attendus et devraient permettre d'enrichir les savoir-faire réciproques. Bla bla... Nous verrons cela dans les chiffres futurs, plutôt que dans des discours optimistes.

### **Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI.TO**

Après la fusion-scission avec Aurico, c'est une autre grande opération financière qu'Alamos nous annonce : la fusion-acquisition de Carlisle Goldfield Limited, cotée en bourse. Le principal actif de Carlisle est un projet aurifère au Canada. Pour l'échange d'actions, Alamos propose une prime de 62 % par rapport au dernier cours de Carlisle, ce qui nous fait penser que les vraies valeurs des sociétés minières cotées se situent sans doute sensiblement au dessus de leurs valeurs boursière actuelles.

Avec cette nouvelle opération, le poids des projets turcs dans la valeur de Alamos diminue, ce qui, de notre point de vue, diminue le profil de risque de l'action ... mais aussi, peut-être, son potentiel de hausse lorsque ces projets seront mis en exploitation.

Espérons que les dirigeants d'Alamos ne vont pas nous jouer une version « gold » de la fable de « La grenouille qui voulait se faire aussi grosse que le boeuf ».

Nous apprenons aussi que le dividende semestriel va se voir diviser par 3, à 0,01 CAD par action.

### **Bernard Loiseau (France) Ticker : BLOI.PA**

Le rapport du 1er semestre nous apprend que le Relais Bernard Loiseau a conservé sa 3e étoile et que les 2 restaurants « monoétoilés » conservent leur précieuse « pastille ».

## News de nos sociétés

Le chiffre d'affaires est en croissance de 7 % mais la société dégage une légère perte (vs un résultat à l'équilibre l'année dernière). La direction anticipe un résultat largement bénéficiaire pour l'ensemble de l'année. La VANT s'établit à 8,45 euros, en légère baisse, et se situe exactement au même niveau que la VANE.

Pour l'anecdote, nous avons aussi appris qu'un internaute émettant une critique sur l'un des restaurants du groupe avant même son ouverture a été condamné en justice... ce qui ne nous semble que ... justice et doit nous inciter à toujours prendre *cum grano salis* tout ce qui vient du net. [L'article en question.](#)

### **BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS**

Les choses semblent se compliquer pour notre distributeur de cassettes vidéo. L'Assemblée Générale a été postposée notamment parce que la direction veut, en commun accord avec les commissaires aux comptes, réévaluer l'incidence de la transition du marché sur ses actifs. Difficile de déterminer l'impact réel sur la valeur patrimoniale de la société à ce stade mais nous pouvons malgré tout supposer que cette nouvelle n'est pas positive.

### **Bonheur ASA (Norvège) Ticker : BON.OL**

Les résultats consolidés du 3e trimestres sont +/- stables par rapport à l'année dernière : un chiffre d'affaires et un EBITDA stables, un EBIT en léger tassement et un résultat net qui redevient positif. Logiquement, sur l'ensemble de l'année, en raison des réductions de valeur actées lors du 1er semestre, le résultat reste déficitaire.

Nous apprenons aussi qu'un fournisseur de Bonheur qui a vu son contrat de construction d'une plate-forme de forage résilié parce qu'il n'avait pas respecté les délais de livraison attaque à présent Bonheur en justice afin d'obtenir une partie des paiements. La direction pense que ce litige n'est pas fondé.

### **Civeo (USA) Ticker : CVEO**

Le troisième trimestre clôturé au 30 septembre est plutôt de mauvaise facture, avec une perte de -1.14\$ qui a fait fondre le cash de la société plus rapidement que nous pouvions l'imaginer à 0.12\$ par action, alors qu'il était encore de 2.47 \$ en avril 2015.

Le chiffre d'affaires est en recul de 42%. Nous notons toutefois que la société a passé dans ses comptes des charges pour amortissement et dépréciation pour 2.27\$. Ce qui relativise quand-même ce trimestre de mauvaise facture, en espérant que le bilan soit cette fois sérieusement nettoyé.

La valeur patrimoniale se maintient toutefois à 7.63\$.

Nous pensons à ce stade que la société est assez proche d'une zone de turbulence si son chiffre d'affaires se détériore encore, d'autant plus qu'elle ne dispose plus de beaucoup de cash. Si, par contre, son chiffre d'affaire se maintient plus ou moins à ce niveau, elle pourrait alors vivoter sans le moindre problème en attendant une remontée des cours du pétrole. Les prochains trimestres seront donc très importants...

## News de nos sociétés

### **Dover Down Gaming (USA) Ticker : DDE**

Plusieurs bonnes nouvelles au programme pour notre « casinotier » préféré en ce mois d'octobre 2015.

Bonne nouvelle d'abord au niveau du possible *délistement*... Le premier octobre, le NYSE a signifié à la société qu'elle pourrait continuer à être cotée sur ce marché.

Bonne nouvelle ensuite sur le trimestre clôturé au 30 septembre qui permet de mieux comprendre les améliorations annoncées... Au niveau des revenus, nous avons noté une augmentation du segment jeux de +1.60%, qui dans l'absolu n'est pas fabuleux, mais qui si vous suivez le déroulement des news de la société est une première importante après les restructurations et les mesures prises par la direction. Nous notons aussi une compression des coûts fixes de 10% sur le trimestre, qui confirme encore le bon travail de la direction. Les profits bondissent de 30% à 0.03\$ au lieu de 0.02\$ un an plus tôt....

Sur les 9 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires est toujours en recul, mais l'EBIT est en progression de 103% par rapport à 2014. Et au final, la société dégage 0.03\$ de profits nets au lieu d'une perte de -0.01\$ sur les mêmes neufs premiers mois de 2014.

Si la trajectoire que l'on détecte clairement aujourd'hui se poursuit en 2016, la société sera en mesure de créer de la valeur pour l'actionnaire... et nous verrons s'améliorer les bilans trimestres après trimestres. L'affaire reste toutefois à suivre car nous devons reconnaître aussi que ces améliorations restent encore fragiles à ce stade.

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

Le 3ème trimestre de notre producteur aurifère low-cost apporte son lot de bonnes nouvelles. Malgré des cours de l'or sous pression, Dundee Precious Metal réussit à améliorer ses résultats grâce à la réduction de ses dépenses et frais généraux. Ainsi sur le trimestre, l'EBITDA ajusté ressort à 24,9 M USD vs. 8,5 M USD au T3 2014. Sur les neufs premiers mois de l'année 2015, l'EBITDA ajusté est de 66,3 M USD vs. 57,5 M USD sur la même période en 2014. Les chiffres de production sont en ligne avec les annonces faites en février 2015.

Le coût de production de l'once d'or atteint un record à 234 USD l'once, grâce à des concentrations d'or en hausse. Il est en baisse de 52% par rapport au T3 2014 ! Certainement l'un des coûts les plus faibles de l'industrie minière. La société a même le luxe de revoir ses coûts de production pour l'ensemble de l'exercice en baisse. Les dépenses d'investissement ont elles aussi été maîtrisées pour tenir compte du contexte de marché. Déjà prévue en baisse en début d'exercice dans une fourchette 70 - 90 M USD, elle est revue à la fourchette 55 - 75 M USD pour 2015.

Notre évaluation maison explose à la hausse, du fait de 3 événements majeurs : 1) la baisse du coût de production qui a été divisée par 2 rapport au T3 2014 ; 2) 7,7 millions d'options exerçables à 3,25 CAD et à échéance 20 novembre 2015 que nous avons considérées comme sans valeur ; 3) enfin, la baisse des dépenses de CAPEX que nous avons retenues à 75 M USD annuel sur les 5 prochains exercices.

## News de nos sociétés

Ainsi, notre objectif de cours passe de 4,17 CAD au 30 juin 2015 à 7,56 CAD par action, ce qui représente une hausse de +81%.

### **Encres Dubuit (France) Ticker : DBT.PA**

Le rapport annuel 2013-2014 clôturé en septembre 2014 est enfin disponible. Il était plus que grand temps. Ce rapport annuel est plutôt positif, avec une VANT qui passe de 4.76€ à 5.33€. La valeur net-estate est de 4.36€. A périmètre constant le chiffre d'affaires est en recul de 4.50%. Le résultat opérationnel ressort à 0.08€ par action alors que sur l'exercice précédent il était en négatif à -0.15€. Il est nécessaire de tempérer tout ceci car l'affaire brésilienne n'est pas encore terminée et les conséquences ne sont donc pas encore entièrement comptabilisées dans le bilan, car la procédure judiciaire n'est pas achevée. La direction ne semble pas avancer de date pour le règlement complet de la procédure. L'affaire reste donc à suivre.

A ce stade et à un cours de 2.12€, nous pouvons dire que la société cote aux alentours de sa valeur net-net de 2.09\$, qu'elle dispose de 1.30€ de trésorerie et de placements court terme, et que son potentiel est de 151% par rapport à sa VANT. Le couple risque / potentiel nous semble assez intéressant, même si une mauvaise surprise sur le dossier brésilien qui viendrait réduire la valeur des actifs nets tangibles n'est pas à exclure complètement...

### **First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY**

Sa filiale *Indofood* a publié des résultats au 3e trimestre assez stables tant en terme de ventes que de profits. Par contre, l'opérateur télécom philippin PLDT a présenté des bénéfices en baisse de 9 %.

### **Future Fuel (USA) Ticker : FF**

Un contrat avec Procter and Gamble qui menaçait de ne pas être renouvelé, l'a finalement été, certes pour des volumes un peu moindre et à des prix « revus ». Mais c'est une hypothèque qui est levée.

### **Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA**

Le groupe de promotion immobilière brésilien a publié ses résultats opérationnels pour le 3ème trimestre 2015. Pour ceux qui ont bonne mémoire, vous vous souvenez que le Groupe Gafisa souhaitait se séparer de sa filiale Tenda. Par chance, ou bien pas volonté délibérée du management, la cession n'a jamais eu lieu. Et c'est tant mieux !

En 9 mois, les projets développés augmentent de +1%. Mais pour Tenda c'est +112% et Gafisa seul, -40% (respectivement sur le seul T3 2015 vs. T3 2014 : +19% pour le Groupe, +249% pour Tenda et -31% pour Gafisa). C'est donc désormais Tenda qui tire la croissance du Groupe.

Les tendances pour les préventes sont également bien orientées, en croissance de +60% sur 9 mois et de +114% sur le T3. Encore une fois, c'est Tenda qui tire le Groupe avec une croissance de +583% en comparaison avec le 3ème trimestre de 2014.

Les résultats trimestriels complets qui seront publiés dans quelques jours pourraient confirmer ces bons chiffres opérationnels.

## News de nos sociétés

### **Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA**

Sur le premier semestre 2015, Gévelot voit son activité progresser de +3,9% à 110,8 M EUR. La société sort un petit résultat opérationnel de 1,5 M EUR et un bénéfice riqué de 1,0 M EUR. Nous notons de nouveau la prudence du management, qui a déprécié sa récente acquisition canadienne pour un montant de 2,1 M EUR et qui prévoit tout juste un résultat positif pour l'ensemble de l'exercice 2015. En lisant entre les lignes, il faut comprendre « le résultat comptable sera limité, mais nous avons pris le maximum de précautions et notre trésorerie est toujours au beau fixe ». En effet, le cash et les placements à court terme représentent presque 143 EUR par action, soit plus que le cours actuel. Pas mal pour une société qui fait encore des bénéfices et qui a potentiellement un billet de lotto avec sa participation à 75% dans la société canadienne AMIK Oilfield qui pourrait valoir bien plus que sa valeur comptable dépréciée dans les comptes de Gévelot, si le marché du Oil & Gas se reprenait... Le management de Gévelot est tout sauf un management « daubasse » (contrairement à d'autres oiseaux de notre portefeuille...). Seul le cours est irrationnel, la gestion semblant adéquate à l'activité et aux actifs détenus par la société.

Au niveau de nos ratios, tous les voyants sont au vert. La Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) est en hausse de +1,8% à 206,96 EUR, soit un potentiel de près de 70%. La solvabilité ressort à 99%, du fait d'une trésorerie gargantuesque.

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

Le bénéfice par action est présenté en très légère baisse à l'occasion du rapport financier du 3e trimestre : 0,22 CAD par action à comparer avec 0,23 CAD l'année précédente. Comme annoncé, la société a procédé à des investissements conséquents mais ceux-ci ne remettent pas en cause la solvabilité de l'entreprise. La VANT continue de progresser doucement, à 3,64 CAD par action.

### **Jardine Strategic (Bermudes) Ticker : JSHLY**

Sa filiale indonésienne, Astra, a vu son chiffre d'affaires consolidés baisser de 8 % au cours des 9 premiers mois de l'année et son bénéfice de 17 %. A part la division « équipement minier », ce sont toutes les branches d'activité de la société qui sont touchés. Selon la direction, le groupe est directement impacté par la baisse de la consommation intérieure en Indonésie.

### **Leeds Group PLC (UK) Ticker : LDSG.L**

Du fait de ses investissements récents de Hemmers à 50% dans KMR qui ouvre un nouveau magasin à Berlin et de l'agrandissement de l'entrepôt de stockage de Nordhorn (coûts estimés à 3,5 M GBP), l'Assemblée Générale des actionnaires a préféré ne pas voter de dividendes pour l'exercice.

D'après le management, les activités sont en croissances et devraient fournir leur lot de satisfaction.

Notre petite ligne historique de cette société britannique acquise il y a plus de 5 ans continue son petit bonhomme de chemin (plus-value latente = +114%).

Tant que la décote patrimoniale subsiste - et le management semble tout faire pour faire croître la valeur de l'entreprise - nous n'avons pas intérêt à liquider notre ligne qui présente encore un potentiel de plus de 30% au cours actuel.

# News de nos sociétés

## **Lumber Liquidator (USA) Ticker : LL**

Une partie des poursuites lancées par le gouvernement fédéral a été conclue à l'amiable. La société a plaidé coupable concernant les infractions portant sur les importations de bois en provenance de Russie. Elle effectuera un paiement étalé sur plusieurs années d'une amende de 10 millions et subira la confiscation des produits concernés.

Le litige portant sur les parquets « cancérogènes » est, quant à lui, toujours en cours.

Le président du conseil d'administration semble satisfait de la tournure prise par les événements et annonce la mise en place de nouvelles procédures de contrôle « qualité » afin d'éviter pareille mésaventure à l'avenir.

## **Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE**

Matica Technologies a relocalisé son site de production de Matica System S.p.A. Production actuellement à Paderno Dugnano (Milan), vers Turate à proximité de l'aéroport international de Milan. L'objectif de ce déménagement vers ce site 3 fois plus grand est de permettre de soutenir la croissance du groupe. A priori, des signaux plutôt positifs.

## **Northamber (UK) Ticker : NAR.L**

Le grossiste UK de matériel informatique a publié ses résultats annuels sur son exercice décalé, arrêté au 30 juin 2015. Si a priori ils laissent paraître une perte de -0,9 M GBP, elle est à nuancer pour 2 raisons. Tout d'abord, la perte est réduite de -23% par rapport à l'exercice précédent. Et deuxièmement, comme nous l'avons à maintes fois expliqué dans nos tribunes, la perte comptable cache une croissance du patrimoine de la société qui est propriétaire de son centre logistique et de son siège social. Les terrains et immeubles sont amortis dans les comptes et expliquent les pertes comptables, alors que le patrimoine net de la société croît.

Un point non indéniable est à retenir de cette publication. Le fondateur et président D.M. Phillips, âgé de 71 ans, a annoncé qu'il souhaitait prendre du recul et laisser les rôles opérationnels à un nouveau manager qui est aujourd'hui en cours de recherche.

Nous n'avons pas encore le détail des comptes annuels, et notamment sur l'immobilier, mais avec les données que nous avons déjà, nous calculons un ratio de solvabilité de 88% et une VANT de 0,71 GBP par action. Nul doute que la Valeur d'Actif Net Estate (VANE) a une valeur supérieure à la VANE. Nous attendons le rapport détaillé pour la calculer précisément.

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

L'activité a baissé de -7% sur le T3 2015 vs. T3 2014. Ce ralentissement était attendu par la direction qui continue de couper dans les dépenses pour augmenter son efficacité et se préparer à un retour à la rentabilité dès que le marché repartira à la hausse. La perte sur le trimestre est de -2,4 M USD alors qu'elle atteignait -2,9 M USD au 30 septembre 2014. Le management semble donc tenir parole et couper dans le gras.

## News de nos sociétés

Au niveau du bilan, la trésorerie et les placements de trésorerie assurent la solvabilité de l'entreprise, puisque le ratio de solvabilité ressort à 192%. Mieux, le titre est une triple nette, la trésorerie et équivalents retraité de l'ensemble du passif représentent 1,78 USD par action pour un cours actuel sous les 1,70 USD. La VANT atteint 3,71 USD et représente un potentiel de +125%.

### **Peel Hotels (UK) Ticker : PHO.L**

Cette société est plutôt simple à suivre. Elle communique deux fois dans l'année : pour ses résultats annuels et pour ses résultats semestriels. Nous avons pris connaissance des résultats semestriels arrêtés au 16 août 2015 : l'activité est en hausse de +4,6% à 8,9 M GBP. Le résultat opérationnel ainsi que les bénéfices avant impôts sont en croissance respectives de +1,9% et +25,5%. Malheureusement, une perte sur un SWAP impacte le résultat net, qui ressort tout de même positif à 0,4 M GBP. Légèrement en retrait par rapport au S1 2014. Au niveau des bonnes nouvelles, la dette a été réduite de 0,6 M GBP et notre ratio de solvabilité est de 62%. La VANT est en légère hausse (+0,8%) à 1,65 GBP. Enfin, le management prévoit une fin d'année de nouveau en croissance. Y aura-t-il un impact de la coupe du monde de Rugby qui s'est déroulée en septembre et octobre, et qui n'est donc nullement dans les comptes clos au 16 août ? Affaire à suivre.

### **Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL**

Le premier trimestre de la société, clôturé au 31 août, ne nous montre pas grand changement. La valeur patrimoniale de la société est en recul à 10.40\$. Ce recul est principalement dû à l'apparition d'un goodwill, ou écart d'acquisition résultat de l'acquisition de la société International Medical Equipement & Service ayant eu lieu le 15 juin 2015 dont nous ne tenons pas compte dans le calcul de la VANT. Sinon le chiffre d'affaire est en hausse de 6.83%. Le coût des produits est également en hausse de 7.35% et les coûts fixes sont aussi en progression de 9.70%. Bien entendu, cette hausse des coûts fixes et des produits est à relativiser, puisqu'ils sont comparés au mois d'août 2015 quand l'acquisition n'avait pas encore eu lieu. La société signe au final une perte de -0.10\$ à comparer avec une perte de 0.01\$ un an plus tôt.

Nous ne pouvons pas dire avec ce bilan que l'acquisition porte ses fruits, mais bien sûr en 3 mois c'est presque normal.

Voici ce que nous explique la CEO Edward Richardson à propos de ce trimestre :

*« Au cours du trimestre nous avons continué nos investissements dans notre nouveau système informatique. Les bonnes nouvelles c'est que tout le monde est de plus en plus à l'aise avec ce système. Nous allons maintenant pouvoir nous concentrer sur les améliorations qui permettront d'augmenter la productivité... »*

### **Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN**

Le 12 octobre, un nouveau CEO prend la destinée de Rubicon en main. Il s'agit de Hany Tamim qui, selon le communiqué, a une expérience de 24 ans sur les marchés asiatiques! C'est toujours une bonne nouvelle car elle renforce la probabilité d'un changement positif pour la société.

## News de nos sociétés

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

Toujours aucune info sur le T3 2014/2015. Nous nous attendons au pire... avec le rapport annuel des comptes arrêtés au 30 septembre 2015.

### **Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI**

Nous apprenons un projet de co-entreprise avec la minière Golden Arrow pour développer un nouveau projet de mine d'or en Argentine. Cette co-entreprise serait détenue majoritairement par Silver Standard et, surtout, permettrait des synergies avec la mine de Pirquitas.

### **Skyline Corp (USA) Ticker : SKY**

Le premier trimestre de la société, clôturé au 31 août, est assez décevant même si la valeur patrimoniale est stable voire en très léger recul, passant de 4.28\$ à 4.20\$ alors que nous sommes dans le trimestre d'été le plus favorable à la construction. Le chiffre d'affaires est en recul de -1.73%. La marge brute est en légère amélioration grâce aux coûts des produits en baisse de 3.21%. Les coûts fixes, sont en hausse de 5.38% et au final la société fait une perte de -0.11\$ par action au lieu de -0.14\$ par action.

Ce n'est pas franchement ce que nous attendions après la vente de la branche caravanes en perte récurrente. Dans le détail des ventes, nous constatons que par rapport au même trimestre de 2014, les ventes de maisons préfabriquées sont en recul de -1%. Les habitats modulables sont en progression de 1.58% et les chalets de camping en baisse de -22%, alors que ce segment semblait avoir le vent en poupe dans le précédent rapport annuel dans lequel nous avons constaté une progression de plus de 100%.

Le blabla insipide et d'une consternante banalité de la direction ne nous apprend rien du tout sur ce bilan ni sur l'avenir. Si nous savons très bien ce qu'est une daubasse et une direction de bras cassés, nous avons cru percevoir avec la seule vente du segment caravanes, après avoir refusé une offre pour la société toute entière, un soucis de la direction de relancer la machine avec dynamisme et détermination. Ce qui ne semble pas être le cas pour le moment et, du moins dans ce bilan.

### **Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA**

- Au 31 août 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :  
53.70% d'actions

26 % d'obligations

20.30% de liquidités ou placements court terme

- Au 30 septembre 2015, la société offrait une répartition d'actifs suivante :  
60% d'actions

28.40 % d'obligations

11.60 % de liquidités ou placements court terme

Le rapport nous explique que les gérants ont acheté ou renforcé des sociétés comme : Air Liquide, Axa, Bayer, BNP Paribas, Crédit Agricole, Danone, Linde, Orange, Sodexo et Zodiac. Et en dollars : ExxonMobil et Microsoft, lors de la chute des marchés... Il faut également remonter jusqu'à septembre 2013 pour voir la partie action peser 60%!

## News de nos sociétés

### **Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO**

Le 3e trimestre s'est avéré catastrophique pour ce petit conglomérat avec notamment l'annonce d'une perte de 0,56 CAD par action. Ce chiffre est néanmoins à relativiser puisqu'il est composé essentiellement de pertes latentes et non réalisées sur le portefeuille de titres. La faiblesse persistante des cours du pétrole n'est évidemment pas étrangère à ce phénomène même si, selon Steve Yuzpe, le CEO, les participations pétrolières résistent bien sur le plan opérationnel (mais n'a pas empêché les réductions de valeur qui ont été actées y compris sur des participations non cotées). Les participations agricoles sont, quant à elles, plutôt en bonne santé : One Earth Farms serait en passe de devenir un leader au Canada dans l'alimentation bio et surtout Union Agriculture Group pourrait demander sa cotation en bourse, ce qui permettrait de voir si le marché lui attribue une valeur supérieure à celle à laquelle elle est inscrite dans les comptes de Sprott.



# Analyses de société

## Kohl's Corp.

(NYSE, Ticker: KSS / ISIN : US5002551043)

### I. Introduction

**KOHL'S** Le Groupe vend des vêtements, chaussures et accessoires depuis qu'il a été créé en 1962 dans le Wisconsin à Menomonee Falls, dans la banlieue de Milwaukee. La particularité de Kohl's est le maillage important, et en constante croissance, de son réseau de distribution ainsi que la vente de marques propres et ses licences exclusives pour 50% de son activité. Des marques inconnues de ce côté de l'Atlantique, telles que The Big One, Helix, Jumping Beans, Tek Gear, Fila Sport, Jennifer Lopez, Rock & Republic, ... Les ventes sont effectuées dans 1 164 magasins répartis dans 49 états. Le Groupe exploite également 13 plateformes logistiques pour assurer la distribution vers les magasins du réseau et les ventes en ligne qui représente plus de 1 Md USD. La société possède 413 de ses magasins, soit 35% de son parc total. Au 1er août 2015, Kohl's Corporation emploie 137 500 salariés.

Le rapport de référence utilisé pour nos différents calculs est le rapport semestriel arrêté au 1er août 2015. Nous avons retenu comme cours de référence le derniers cours coté du mercredi 22 septembre, soit 45,65 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 (en millions)

2014	204
2013	220
2012	237
2011	271
2010	306
2009	306
2008	307
2007	320

*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 a fortement baissé au cours des 8 dernières années puisque les titres en circulation ont diminué de -36%.

# Analyses de société

Le management est fier de communiquer au second semestre 2015, que depuis 2006 la société a racheté plus de 50% de ses actions en circulation, soit 170 millions d'actions pour un coût total de 9 Md USD. Montant qui correspond plus ou moins à la capitalisation boursière actuelle de Kohl's.

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

2014	22,9%
2013	22,7%
2012	22,1%
2011	22,6%
2010	22,8%
2009	24,4%
2008	24,3%
2007	22,8%

*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 les frais généraux sont stables dans le temps autour de 23% du chiffre d'affaires. Sans baisser, ils sont maintenus malgré la croissance du Groupe au fil des ans.

## 3. Rotation des stocks

2014	80,31
2013	81,78
2012	78,67
2011	70,52
2010	67,99
2009	68,98
2008	68,78
2007	71,06

*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.*

Les produits vendus n'ont pas de grands risques d'obsolescence techniques mais sont liés aux phénomènes de mode. Dès lors, l'augmentation des délais d'écoulement de 70 jours à 80 jours n'est pas une excellente nouvelle. Il faudra veiller au grain sur la capacité de la société à apurer son stock.

# Analyses de société

## 4. Création de valeur sur 8 années : 81,5 %, ou 8,89 % par an

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

C'est un niveau apparent plutôt moyen pour une société que nous labellisons RAPP (Rentabilité A Petit Prix) mais, comme nous le verrons plus tard, la société amortit ses immeubles et terrains dans ses comptes. Ces opérations, qui réduisent fortement la rentabilité « comptable » et affectent les résultats de Kohl's, nous rappellent un autre *retailer* que nous avons déjà en portefeuille : Dillard's.

**Conclusions** : Avec une allocation de capital adéquate via la réduction de ses actions en circulation et une maîtrise des frais généraux, la gestion semble de bon père de famille. Il y a le bémol de la rotation des stocks qui nuance la note finale. Nous remarquons enfin que la création de valeur n'est pas mauvaise.

## **III. Solidité bilantaire**

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

### 1. Ratio courant : 1,77

*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 Kohl's représentent près de 2 fois ses passifs courants. Ce n'est pas un niveau extraordinaire, mais nous savons que la société peut faire face à ses engagements de court terme sans stress.

### 2. Trésorerie nette par action : -10.66 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 société est structurellement endettée.

### 3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 4,68

*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'an-*

# Analyses de société

*nées nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.*

Ce ratio nous indique qu'il faudrait près de 5 ans à la société pour rembourser l'ensemble de son passif. Ce relatif haut niveau s'explique par les investissements constants de la société dans des nouveaux magasins (murs, terrains et aménagement) et dans son infrastructure informatique.

## 4. Ratio de solvabilité : 45%

*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 Kohl's est passable, tout au plus.

**Conclusions** : A la première lecture, le bilan de Kohl's apparaît être limite pour une société opérationnelle. Mais, tout comme Dillard's, il faut tenir compte du fait que l'endettement permet surtout d'assurer le financement des ouvertures de magasins et notamment l'immobilier (terrain + murs). Par ailleurs, par la nature même de son activité de commerce de détail, le BFR de l'entreprise est négatif. Cela signifie que les clients paient sans délai en caisse, alors que la société paie ses fournisseurs à J+30 ou plus. Cet excédent de trésorerie généré par l'opérationnel réduit fortement le besoin de capitaux à court terme.

## IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

### 1. Bénéfice par action

2014	4,25
2013	4,04
2012	4,16
2011	4,31
2010	3,64
2009	3,24
2008	2,88
2007	3,39

Les bénéfices par action de la société sont en moyenne en croissance. Ils ont augmenté de +25,4% sur la période. Principalement du fait de la forte réduction des actions en circulation sur la période. Et ceci malgré les amortissements et dépréciations d'actifs (immobilier) de plus de 800 M USD par an.

# Analyses de société

## 2. Chiffre d'affaires par action

2014	93,25
2013	86,50
2012	81,35
2011	69,39
2010	60,10
2009	56,14
2008	53,38
2007	51,48

Tout comme les bénéfices, l'activité par action a, elle aussi, augmenté. Elle est en hausse de +81% sur la période. Ce CA qui augmente plus vite que les bénéfices est un signe du tassement de la profitabilité au fil des ans (à une nuance près, que les amortissements de l'immobilier ne sont pas neutralisés).

## 3. Free cash-flow par action

2014	5,85
2013	5,54
2012	4,35
2011	4,63
2010	3,86
2009	3,55
2008	1,95
2007	0,20

*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 Kohl's sont en très forte croissance et permettent de penser que la société a les moyens d'assurer ses investissements futurs. Nuancions tout de même en constatant qu'une partie de l'augmentation de ces free cash flow est due à une réduction du montant des investissements de croissance et non une hausse de la rentabilité.

Saluons ici la clairvoyance de la direction qui, plutôt que de se lancer dans un politique de croissance qui pourrait s'avérer moins rentable, préfère retourner le cash généré aux actionnaires au travers de rachats d'actions propres (surtout) et de paiements de dividendes.

A titre illustratif, en 2008, 90% des investissements étaient consacrés aux ouvertures de magasins et à leurs rénovations. En 2014, le budget total des investissements est réduit de 40% et il est désormais consacré à 45% à l'infrastruc-

# Analyses de société

ture et au système informatique. Les ouvertures et les rafraichissements de magasin ne représentent plus que 42% des sommes dépensées.

## 4. Dividende par action

2014	1,56
2013	1,40
2012	1,28
2011	1,00
2010	0,00
2009	0,00
2008	0,00
2007	0,00

La société distribue un dividende depuis seulement l'exercice 2011. Historiquement, le Groupe préfère consacrer ses excédents de trésorerie aux rachats et annulation d'actions, ainsi qu'aux acquisitions de magasins.

## 5. Marge d'exploitation

2014	8,9%
2013	9,1%
2012	9,8%
2011	11,5%
2010	11,4%
2009	10,0%
2008	9,4%
2007	11,0%
2014	8,9%

*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 tend à se normaliser vers 9%. Il baisse depuis quelques années. A noter que pour le secteur de la distribution, c'est un bon niveau.

**Conclusions** : Nous observons avec Kohl's que la croissance est au rendez-vous année après année mais que la rentabilité est en baisse. Le marché devient de plus en plus mature et le potentiel lié aux ouvertures de magasins devient de moins en moins évident. La couverture du territoire américain semble déjà presque optimale (pour rappel 1 164 magasins dans 49 Etats).

C'est un constat qui semble également faire le management, puisqu'au lieu d'allouer davantage de cash-flows à de coûteuses nouvelles ouvertures, ce sont les rachats d'actions et depuis peu le versement d'un dividende qui sont privilégiés.

# Analyses de société

La gestion du ralentissement de la croissance de la société par le management nous paraît adéquate, puisque les actionnaires sont récompensés via des dividendes et des rachats d'actions. C'est une bonne gestion, car les capitaux pourraient être dilapidés dans des investissements avec un retour sur investissement moins certain.

## V. Rentabilité

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

### 1. ROE

2014	14,5%
2013	14,9%
2012	16,3%
2011	17,9%
2010	13,7%
2009	12,6%
2008	13,1%
2007	17,8%
2014	14,5%

*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.*

Comme nous le mentionnons au niveau de la croissance, les retours sur capitaux sont excellents, avec un niveau moyen sur les 8 dernières années de 15,1%. Le management semble bien maîtriser l'allocation des excédents de trésorerie, tantôt dans de nouveaux magasins, tantôt dans l'outil informatique, tantôt en dividendes ou en rachats d'actions. Les capitaux ne dorment pas et rapportent à l'actionnaire.

### 2. Rapport free cash flow/dividende

2014	3,75
2013	3,96
2012	3,40
2011	4,63
2010	-
2009	-
2008	-
2007	-

*On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société, par rapport à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont*

# Analyses de société

*dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.*

Le management peut continuer à arbitrer entre dividendes et rachats d'actions en fonction de la décote du titre sur le marché, les free cash flow couvrant largement le niveau de distribution actuel (près de 4x).

**Conclusions** : Kohl's fait partie des meilleurs élèves du retail, avec un niveau de rentabilité record. Alors que les comptes de résultats tiennent compte des amortissements comptables de l'immobilier. Si les actifs fonciers étaient externalisés, les retours sur capitaux seraient démultipliés.

## **VI. Valorisation**

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

1. **PER 2015 : 10,7** (PER moyen des 8 dernières années : 13,9)
2. Rendement dividende : 3,42%
3. **Price to book 2015 : 1,55** (price to book moyen des 8 dernières années : 2,12)
4. **Price Net cash ratio : -4,28** (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 Kohl's s'établit à **110,85 USD**.

## **VII. Conclusions**

Avec un cours actuel de 45,65 USD, nous pouvons acheter des actions de Kohl's avec un potentiel de +143% par rapport à notre objectif théorique.

Avec une rentabilité déjà exceptionnelle pour le secteur de la distribution, Kohl's cache en réalité une rentabilité bien meilleure.

En effet, nous pouvons considérer que la gestion des actifs est conservatrice, pour ne pas dire « sous-optimisée ». Le seul cash + immobilier (en valeur d'acquisition historique) = 9,9 Md USD alors que la valorisation du Groupe en bourse est d'un peu plus de 9 Md USD.

Tout comme Dillard's, il est probable que l'immobilier valorisé dans les comptes

## Analyses de société

pour 8,9 Md USD (Kohl's détient 413 de ses murs de magasins en propres) ait une valeur bien supérieure. Puisqu'il est en effet amorti depuis de nombreuses années à coût de centaines de millions de dollars sur chaque exercice. Pour une société qui existe depuis plus de 50 ans, il est probable que les terrains et les magasins aient pris de la valeur. Ceci représente une marge de sécurité importante pour l'investisseur.



# Analyses de société

## GigaMedia Ltd.

(Nasdaq, Ticker: GIGM / ISIN : SG9999000137)

### I. Introduction

**GIGAMEDIA** GigaMedia est une société de Taïwan qui distribue des jeux vidéo sur mobile et réseaux sociaux. Elle a été fondée en 1998 et emploie environ 250 personnes à Hong-Kong, Macau et à Taïwan. Sa licence la plus populaire est *FunTown*, un jeu de Mah-jong sur laquelle plus de 30 jeux et applications ont été développés.

GigaMedia nous rappelle fortement une autre daubasse que nous avons en portefeuille : Gravity Corp. Ce n'est pas seulement le secteur d'activité qui est le même, ce sont aussi l'ensemble des ratios. Tout comme Gravity, GigaMedia a un énorme matelas de cash (1,34 USD par action) et les deux valeurs cotent sous leur trésorerie nette de tout leur passif (dette financière + ensemble des dettes fournisseurs, fiscales, ...). Ce sont des valorisations à la casse, plutôt rares sur le marché !

Les seules différences que l'on peut noter entre les deux sociétés sont que GigaMedia décote un peu moins sur son cash que Gravity, mais détient par contre des actifs immobiliers. Il y a aussi une divergence sur le marché. Alors que Gravity cible les marchés chinois, japonais et coréens (la société est coréenne), GigaMedia est plus orientée vers la Chine.

Pourquoi ces valeurs atteignent des niveaux de valorisation si faibles ?

Et bien, le secteur est malmené et à juste titre. La concurrence est extrême et les probabilités de commercialiser des jeux qui sortent la tête de l'eau sont faibles... Les blockbusters sont des événements rares et 99% des applications développées ne sont pas amorties.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2015.

Nous avons acquis 7.250 titres au cours de 0,51 USD.

Les calculs ont été établis sur la base de 55 262 036 actions potentielles diluées.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 1,31 USD par action et l'ensemble des dettes représente 0,27 USD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **1,05 USD par action**.

# Analyses de société

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

La société détient des immeubles et des terrains qu'elle a acquis historiquement pour 1,2 M USD ou encore 0,02 USD par action. En prenant une marge de 20% sur cette valeur et en l'ajoutant à la VANN, nous obtenons une VANE de **1,06 USD (arrondi) 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**. Et le plus important actif de la société est sa **trésorerie** qui représente **1,34 USD par action**, que nous reprenons tel quel.

Viennent ensuite dans l'ordre d'importance, les **créances clients**. Elles représentent un montant de 0,03 USD par action. La société a été payée en moyenne en 43 jours sur les 3 dernières années, et en 49 jours sur l'exercice précédent. Même si nous constatons un allongement (+6 jours), les délais restent relativement courts. Nous décidons d'appliquer une marge de 20% sur ces créances et retenons alors une valeur de **0,02 USD par action**.

La société ne gérant pas de stocks, le seul autre actif significatif est constitué des **paiements en avance** réalisés auprès de ses fournisseurs pour un montant équivalent à **0,02 USD par action**. Montant que nous reprenons tel quel.

Nous passons aux **actifs non courants**. Le principal actif de long terme de Giga-Media est composé de **participations** dans diverses sociétés de jeux pour 0,12 USD par action. Nous ne connaissons pas précisément le valeur de marché réelle de ces participations et préférons prendre une bonne marge de sécurité de 50% pour se prémunir de mauvaises surprises. Ainsi, pour ces actifs, nous allons reprendre pour notre calcul **0,06 USD**.

Les **licences et droits divers** sont le deuxième poste du bilan. Ce sont des intangibles d'une valeur de 0,09 USD par action que nous allons considérer comme sans valeur dans notre approche purement patrimoniale basée sur les actifs tangibles.

Nous avons ensuite l'**immobilier**, qui est valorisé après une marge de 20% sur le coût d'acquisition historique à **0,02 USD par action**.

# Analyses de société

Par conservatisme et au vu des faibles montants en jeu, nous allons fixer les valeurs des actifs constitués des **équipements de production** et **autres actifs divers** comme nulles. Ce qui accroîtra mécaniquement nos marges de sécurité.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **0,27 USD par action**.

En **hors bilan**, nous trouvons des obligations contractuelles sous la forme d'**operating leases** (loyers notamment), de **droits de licence divers** pour un montant équivalent à **0,05 USD par action**.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments dans le hors-bilan, tels que des procès en cours ou autres joyeusetés.

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

## Actif courant

- + Trésorerie et équivalents : 1,35
- + Créances clients : 0,02
- + Paiements en avance : 0,02

## Actif immobilisé

- + Participations : 0,06
- + Licences : 0 (car ce sont des intangibles)
- + Immobilier : 0,02

## Passif

- Total passif : 0,27
- Hors-bilan : 0,05

Ce qui nous donne donc une VMLV de **1,15 USD par action**.

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

GigaMedia a réalisé des pertes importantes sur les 5 derniers exercices et il nous est impossible de calculer la VCB.

## VI. Conclusions

A notre cours d'achat à 0,51 USD, nous avons acquis des titres GigaMedia avec une marge de sécurité de :



# Analyses de société

51% sur la VANN  
52% sur la VANE  
56% sur la VMLV

**Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 1,30 USD) est de : +154%.**

Notre calcul de **solvabilité maison** ressort à : **446%**.

Ratio technologique = 47%

La société a en effet dépensé en R&D pour l'équivalent 0,24 USD par action sur les 5 derniers exercices, ce qui représente 47% de la valeur actuelle de la société en bourse.

Désormais, pour chaque analyse, nous concluons sur trois questions, qui nous permettent de mettre en perspective le prix radin actuel offert par le marché pour chaque Daubasse et ses perspectives d'évolution.

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

Comme nous l'expliquions en introduction, après une période phare avec des licences qui ont permis à GigaMedia d'être au devant de la scène, la baisse de popularité de ses principales licences et la concurrence accrue du secteur l'amène à générer des pertes records exercice après exercice. La société ne vaut aujourd'hui quelque chose que par ses actifs (son cash), ses performances opérationnelles étant déplorables.

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

Avec un chiffre d'affaires divisé par 3 en 3 ans dans un contexte de concurrence forte dans un marché en déclin, même avec un matelas de cash important, si la société ne prend pas le taureau par les cornes, dans quelques exercices, tout le cash aura été consommé.

Il existe également un risque technique de *délisting* du NASDAQ. En effet, l'action de la société cote actuellement moins de 0,50 USD par action, soit largement sous 1 USD, le minimum requis pour assurer sa cotation sur le marché américain. Le régulateur lui a annoncé le 9 juillet qu'elle avait jusqu'au 16 janvier 2016 pour que son titre cote à plus de 1 USD pendant 10 jours consécutifs avant une mise à la porte.

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

Un catalyseur évident serait la distribution de l'ensemble de son cash... avant qu'il ne soit dilapidé. Classiquement sous la forme d'un dividende.

Au niveau opérationnel, au-delà des seuls jeux vidéo, la société développe du stockage de type « Cloud » via sa solution *GigaCloud*. Des partenariats ont déjà été signés avec *Asus Cloud*, *Far EastOne*, *Foxit*, et *Chailease*. Ce pourrait être un axe de développement futur intéressant... et qui permettrait à GigaMedia de

## Analyses de société

sortir de son métier historique, dont les potentiels sont aujourd'hui de moins en moins évidents. Cette activité représente déjà plus de 25% du business de GigaMedia.

Également, en juin 2015, la société a annoncé par communiqué de presse acquérir 70% du réseau de vente de cosmétiques en ligne Strawberry Cosmetics Holding Limited pour 93,1 M USD. Strawberry Cosmetics est un important acteur du marché asiatique qui détient une base clients riche de 3 millions de profils et qui réalise plus de 200 M USD de ventes annuelles. Nous ne comprenons pas forcément les synergies, mais le management et le *board* en ont trouvé. Le 7 octobre, nous apprenons que le management de GigaMedia renonçait finalement à cette acquisition du fait d'un marché asiatique qui bat actuellement de l'aile. Résultat des courses : la trésorerie n'est pas totalement utilisée, mais cette rupture va coûter 2 M USD à GigaMedia.

Nous ne savons pas dire si cette nouvelle est bonne ou pas. Quoi qu'il en soit, il se peut que quelque chose se passe. On dirait que le management a envie de dépenser sa trésorerie... et pas seulement dans le jeu vidéo. Le CEO Collin Hwang annonçant, suite à l'arrêt des négociations avec Strawberry Cosmetics : « *nous allons continuer à chercher des opportunités pour développer des synergies.* »

Enfin, lors de la dernière Assemblée Générale des actionnaires, celle-ci a autorisé la société à acquérir au maximum 10% de ses propres actions. Si 10% du capital est racheté avec une belle décote, puis annulé, cela pourrait créer facilement de la valeur pour les actionnaires.

Le scénario idéal serait un mix de tout cela : le versement d'un dividende pour plus de 0,50 USD par action, des investissements qui continuent dans le Cloud et une petite acquisition pour se diversifier et créer de la valeur. La cerise sur le gâteau étant bien entendu en parallèle la sortie d'un jeu qui explose les ventes sur tablettes et autres smartphones. Tout est possible quand il s'agit de rêver !



## 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**