



## Analyse de la société

### **IRCE**

(Ticker: Milan:IRC.MI)

## **I. Introduction**

IRCE est un groupe industriel italien fondé en 1947. Il fabrique des bobines de fil pour machines électriques ainsi que des câbles électriques pour les installations électriques des maisons d'habitation et les bâtiments industriels.

La société dispose d'implantations commerciales un peu partout au sein de l'Union Européenne.

Le 1er juin 2010, nous avons acheté des actions IRCE au prix, frais de courtage inclus, de 1,353 euros.

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

Sur base des comptes du 1<sup>er</sup> trimestre 2010, nous avons acheté un actif courant de 5,98 euros, duquel nous avons déduit des dettes et intérêts des minoritaires pour 4,29 euros, ainsi qu'opéré des réductions de valeur « automatiques » sur les stocks en raison d'un ralentissement de leur rotation pour 0,08 euros et de 0,11 euros sur les créances en raison d'un allongement du délai moyen de paiement des clients.

Nous avons donc acheté un actif net net de 1,50 euros et obtenu une marge de sécurité par rapport à notre prix d'achat de 10 %.

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

Pour calculer cette valeur, nous nous sommes trouvés confrontés à un petit problème : nous n'avons pas trouvé, dans les rapports de gestion de la société, la valeur d'acquisition de ses immeubles. Nous avons donc été contraints de nous rabattre sur la valeur amortie, valeur de laquelle nous avons déduit, par prudence, nos 20 % de marge de sécurité traditionnelle.

Il est donc probable que la vraie valeur de l'immobilier d'IRCE soit plus importante que celle que nous prenons en compte dans la présente analyse.

La valeur amortie des immeubles est donc, au 31/03/2010, de 1,26 euros par action. Nous déduisons 20 % de ce montant et l'ajoutons à la VANN. La VANE d'IRCE s'établit donc à 2,51 euros, ce qui nous fournit une marge de sécurité de 46 % par rapport à notre coût d'achat.

#### **IV. La Valeur en cas de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV)**

Revenons sur l'**actif courant**. Les **stocks** sont essentiellement composés de produits finis pour 54 % de leur valeur. La matière première principale utilisée est le cuivre. Nous constatons que la direction n'a acté aucune réduction de valeur sur ce stock. Bien que nous ayons tenu compte du ralentissement de sa rotation en diminuant sa valeur de 3 % lors du calcul de la VANN, nous estimons que la marge de sécurité est encore insuffisante dans une optique de mise en liquidation et déduisons la valeur reprise aux comptes de 25 % supplémentaires, soit 0,65 euros.

Outre les 3,7 % que nous avons déduits lors du calcul de la VANN, nous constatons que la direction a acté des provisions pour créances douteuses équivalentes à 5,8 % de leur valeur brute. Nous pensons pouvoir reprendre la valeur des **créances commerciales** telle quelle.

Les **autres actifs financiers courants** représentent essentiellement la juste valeur des contrats à terme sur le cuivre. Par prudence, tout comme pour les stocks, nous amputons la valeur reprise aux comptes de 25 %, soit 0,03 euros.

Parmi les **actifs fixes**, outre les **immeubles** abordés dans la VANE, nous prenons en compte tous les **équipements industriels** pour 10 % de leur valeur reprise aux comptes, soit 0,15 euros par action.

Nous n'avons rien relevé en matière de **dilution** ou d'engagements **hors bilan**.

Compte tenu de ce qui précède, nous établissons donc la VMLV d'IRCE à 1,98 euros, ce qui nous laisse une marge de sécurité de 31,7 %.

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

Cette valeur est très difficile à établir pour une société aussi cyclique qu'IRCE. Nous notons toutefois qu'au cours des 7 derniers exercices comptables, le résultat opérationnel est resté positif à 6 reprises. En 2009 cependant, la société a dû supporter de lourdes pertes sur ses instruments de couverture sur le prix du cuivre. Elle n'a donc pas pu pleinement profiter des effets positifs de la chute des prix des matières premières qui aurait pu, dans une certaine mesure, compenser la baisse du chiffre d'affaires. Dommage... Mais vous savez déjà ce que nous pensons des couvertures.

Nous notons cependant que même en cette calamiteuse année 2009, l'Ebitda de la société n'a pratiquement pas été négatif, ce qui nous permet de penser que la société est « armée » pour résister aux différentes crises qui peuvent jalonner son existence.

Néanmoins, à défaut de pouvoir jouer les Madame Irma en mesurant avec précision les cours du cuivre des 10 prochaines années, ainsi que le niveau de croissance économique et la tenue du secteur de la construction au sein de l'Union Européenne, nous nous abstenons de toute évaluation quant à cette capacité bénéficiaire.

## VI. Conclusion

A notre coût d'achat de 1,353 euros, nous avons obtenu des marges de sécurité de :

10 % sur la VANN

46 % sur la VANE

31 % sur la VMLV

Nous pensons nous trouver dans le cas typique d'une société cyclique dont le cours évolue en fonction des perspectives économiques des zones sur lesquelles elle est active. Nous constatons que, malgré un retour aux bénéfices au cours de ce premier trimestre 2010, la société cote toujours autour de ses plus bas d'il y a un an. Evidemment, sa location géographique dans un des pays du « Club Med » n'y est pas pour rien, de même d'ailleurs que son statut « d'acheteur de matières premières » pénalisé par un euro faible.

Comme vous le savez, ce qui importe pour nous, c'est le prix des actifs et nous pensons que celui-ci est bon et nous fournit une bonne garantie de récupérer notre investissement. Et si l'économie repartait au-delà du consensus actuel... et bien, nous serons en bonne position pour en profiter.

L'Equipe des Daubasses selon Benjamin Graham.

**Cette analyse vous est offerte à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil d'achat.**