

INVESTIR INTELLIGEMMENT



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 9
Suivi des sociétés analysées	page 11
News de nos sociétés	page 14
Analyse de la société Symphony International Holdings Ltd	page 26
Analyse de la société Gafisa S.A.	page 29
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 37

Edito



Le management « Daubasse » : décryptage d'un soi-disant désavantage concurrentiel.

Dans notre *process*, il n'a jamais été évoqué le moindre mot sur le management des sociétés que nous achetons. Les raisons sont multiples.

Tout d'abord, nous estimons que nous ne sommes pas capables de juger la compétence d'un management, ainsi que le maintien d'un haut niveau managérial dans un quelconque futur. Une autre explication est encore plus simple. Nous ne faisons « que » acheter des actifs décotés, faisant fi de tous les éléments périphériques. Nous laissons le reste du marché aux autres investisseurs, ceux capables d'identifier les avantages concurrentiels durables et les managers qui vont à coup sûr créer de la valeur dans le futur.

En fait, si nous ne recherchons pas les managers d'exception, il semble que par défaut, ce soit plutôt les managers les moins doués qui attirent nos convoitises. En effet, lorsque qu'une société arrive à un niveau de « détestabilité » par le marché, tel que l'entreprise en arrive à être valorisée moins que 70% de son actif courant auquel l'ensemble du passif a été retraité, c'est le résultat d'un événement majeur. Et bien souvent, l'origine en est une gestion désastreuse.

Attention cher(e) abonné(e), n'allez pas mal interpréter nos propos. Ce n'est pas le but en soi que la recherche des pires managers, mais bien un dommage collatéral presque inévitable pour permettre à un cours de bourse de dévisser dans des proportions irrationnelles.

Edito

Les exemples de mauvaise gestion qui ont eu pour conséquence un plongeon dans les abysses de la bourse sont légions. Prenons quelques exemples, passés et actuels, au sein de notre portefeuille.

Hutchinson : des pertes, des pertes... et encore des pertes, avec pour issue un rendement de +114% sur cet investissement.

Cottin Frères : quand la piquette se transforme en 1er cru et nous donne l'opportunité d'y investir avant une OPA des dirigeants et principaux actionnaires nous procurant une rentabilité de +31%.

British Petroleum (BP) : comment tirer le maximum de profits au détriment de la sécurité, en résulte l'explosion de la plate forme *Deepwater Horizon* au large du Texas dans le Golfe du Mexique. Avec nos jeux d'options, nous en tirons un rendement de 10% en 4 mois.

Ces exemples, parmi tant d'autres, illustrent le fait que les gestions catastrophiques transforment de temps en temps une entreprise lambda, voire parfois de qualité, en une véritable Daubasse. Ce que *boursièrement*, il faut traduire par « une entreprise à fuir ». Et qui a donc pour conséquence un cours de bourse qui dévisse. A fuir pour certains, mais pour nous, à une cible potentielle que nous repérons dans nos radars, pour la scanner de l'intérieur et détecter l'or caché sous les gravats.

Dans un registre opposé, parmi nos meilleurs rendements, il existe bien des sociétés que nous avons acquises et qui ont connu au préalable un déclin très important, souvent expliqué par un effet conjoncturel (crise mondiale, événement géopolitique, ...) ou bien de l'ordre sectoriel (activité dans une industrie déclinante). Dans ces cas précis, le management ne peut être tenu à 100% pour responsable - même si on peut lui reprocher un manque de diversification, ou bien encore le fait de ne pas avoir réussi à transformer la société pour la positionner sur un secteur plus porteur. En fait, c'est alors un événement externe à l'entreprise qui vient la frapper. Par conséquent, il est possible que le cours de bourse de la société chute également, quelle que soit la qualité et la valeur des actifs en possession. Là aussi, tout à coup, il devient possible d'acquérir des actifs avec une décote incroyable. Ça y est. L'entreprise est devenue une Daubasse AOC !

Mais quand, et à notre grande surprise, une équipe de managers compétents est aux commandes de ces sociétés qui sont dans un creux de vague, les retournements de situations peuvent être tout aussi incroyables que leurs récentes chutes. Car les meilleurs managers savent utiliser le potentiel de leurs actifs et créer de la valeur pour les actionnaires contrariants, qui ont eu le courage de monter à bord. Comme le disait un certain Walter Schloss : « quelque chose de bon peut arriver » quand on monte sur ce genre de bateaux. Ces rafiots aux airs défraîchis, mais qui sous leur peinture craquelante cachent des cargaisons de

Edito

grande valeur. Et c'est ce que nous avons expérimentés plusieurs fois pour notre portefeuille, avec par exemple les crises des *subprimes* qui nous ont offerts d'incroyables opportunités sur le secteur immobilier (exemples : **Barrat** avec un rendement de +518%, **Adler Real Estate** : +155%, **AV Homes** : +90% et **Bluegreen** : +38%), la crise de surcapacité du photovoltaïque qui a brisé une bonne partie des acteurs, ou encore la crise de la dette souveraine qui nous a permis de faire notre marché sur la place italienne en janvier 2012.

Pour mémoire, voici deux exemples représentatifs de managements hors-pairs qui ont combattu contre vents et marrées pour redresser leur entreprise.

Dans la catégorie « *je suis une entreprise active dans un secteur hyper concurrentiel en déclin* », nous vous présentons **Trans World Entertainment**, un détaillant américain qui vend, pour schématiser, des cassettes VHS et des CD audio à l'heure de gloire de nouveaux *business models* comme Amazon et du vendeur en ligne iTunes d'Apple. La société n'ayant pas encore atteint notre valeur estimée d'actif net tangible, nous l'avons toujours en portefeuille. Elle génère actuellement une plus value potentielle de +353%. En incluant les dividendes versés en 2012 et 2014 qui représentent la somme que nous avons déboursée pour acquérir les titres en juin 2009, le rendement réel est plus proche de 450%.

Ou encore, dans la catégorie « *je suis une entreprise qui subit de plein fouet la crise de la surabondance de productions de panneaux photovoltaïques sur le marché et je dois faire face à une concurrence chinoise subventionnée* », nous vous présentons **PV Crystalox**, qui a réussi l'exploit de faire dévisser son cours de bourse de 90% en l'espace de 6 mois. En passant d'un marché de l'énergie solaire en plein boom début 2011, à un marché presque à l'arrêt à la fin de l'année 2011. Cet investissement nous procurera en tout et pour tout un rendement de +150%.

De belles histoires *managériales* qui sont impossibles à détecter... puisque chaque investissement réalisé dans le cadre de notre *process* ne tient pas compte de ce paramètre managérial. Et il est surtout improbable de savoir comment une équipe de direction va gérer une crise. Et nous n'allons nullement chercher à identifier les bons managers, ni à ignorer les Daubasses gérées par des « mauvais ». Aucun de ces deux types de Daubasses ne présente en effet à nos yeux un plus grand intérêt.

Alors oui, cher(e) abonné(e), vous avez vu au cours des mois croître la catégorie de Daubasses que nous appelons « diversifications dans la valeur », et en son sein de nombreux holdings. En fait, la terminologie « Daubasse » est quelque peu erronée, dans le sens où ce sont des sociétés d'une relative bonne qualité et de surcroît avec un management compétent. Nous entendons par le terme « compétent », que ces sociétés ont historiquement créé de la valeur pour leurs actionnaires, ont des actifs immatériels de qualité comme des marques, des positions dominantes sur un territoire / un marché, ... Elles n'ont en fait de

Edito

Daubasses que la décote suffisante sur les actifs tangibles, et/ou la valeur boursière de leur portefeuille de titres cotés, pour attirer notre attention. En effet, quelle que soit la valeur intangible que peut avoir un management « de qualité », aussi étrange que cela puisse paraître - en fait l'irrationalité du marché ne nous surprend plus vraiment -, le marché nous offre ces sociétés avec une décote d'au moins 30% sur des actifs bel et bien tangibles. Les marques, concessions, exclusivités et autres avantages indéniables ne rentrent pas dans nos valorisations.

Comme l'un de nos abonnés nous l'a gentiment chatouillé à l'oreille par mail, il est légitime de se demander si : « *les daubasses sont-ils touchés par un biais holding ?* »

Pas vraiment. Nous aimons acheter des Daubasses avec un potentiel de plus de 200% et avec d'excellents ratios comme l'exige notre *process* (décote, solvabilité, liquidité, ...). Force est de constater que le marché nous propose de moins en moins de ces titres. L'avarice de Mr Le Marché nous pousse dans nos retranchements, ce qui n'est pas pour nous déplaire. Et comme vous le savez, nous cherchons de la valeur partout où elle se trouve. Et les holdings font partie de ces segments délaissés, à tort selon nous, par les investisseurs. Les raisons peuvent être diverses : flottant faible, décote liée à la structure complexe de holding, actionnariat familial, liquidité du titre, ...

Ces derniers temps, nous avons remarqué l'émergence d'un nouveau type de holding : le « super holding Daubasse ». Souvent, la qualité a un prix et elle se paie au prix fort, dans le sens où les décotes ont tendance à être maigri-chonnes. Mais avec le « super holding Daubasse », le marché nous offre un holding diversifié, rentable, avec un management créateur de valeur et des décotes conséquentes. C'est le cas de l'opérateur hôtelier, localisé à Hong Kong, **Great Eagle Holdings** dont nous vous proposons l'analyse dans notre précédente lettre, et que nous avons acquis avec une décote de 49% sur notre estimation de valeur d'actifs nets tangibles. Ce mois-ci, vos serveurs remettent le couvert avec l'analyse de **Symphony International Holding**, un holding investi sur l'Asie et qui présente une décote de 43% lors de notre achat sur la valeur de son portefeuille de titres, en majorité cotés.

Un « bon management » peut être un avantage important pour l'investisseur car il réduit le délai de réussite d'un investissement en Daubasses (VANN et VANE) par le fait de la bonne utilisation des actifs sous-exploités. Parfois, l'entreprise en arrive même à redevenir rentable. Quand ces deux éléments sont réunis, la Daubasse se transforme en papillon et prend son envol boursier pour se transformer en *bagger* (investissement réalisé avec un multiple x2, x3, x4, ...).

Un « bon management », c'est bien. Mais ce n'est pas une condition nécessaire, loin s'en faut. Les exemples de sociétés mal gérées qui nous ont procuré d'importants rendements ne manquent pas. En effet, achetées avec des marges de

Edito

sécurité importantes, l'investisseur en Daubasses a le temps pendant que la direction continue à détruire de la valeur trimestres après trimestres, la marge de sécurité permettant d'attendre parfois de longs mois, voir années que quelque chose se passe. Il existe un autre facteur à prendre en compte : quand la décote perdure et que le management n'est pas en mesure de par son incompétence à faire évoluer le cours de bourse, et bien, il est fort probable qu'un agent économique vienne frapper à la porte pour virer tout ce beau monde en rachetant la société. Avec, bien évidemment, une prime liée à la prise de contrôle. Les concurrents sont friands de sociétés décotées dans leur secteur avec des managers de bas niveaux. Ils peuvent acheter quantité d'actifs pour une bouchée de pain. Et l'actionnaire qui a pris suffisamment de précaution quant au prix d'achat se trouve souvent récompensé. Au sein de notre portefeuille, on peut citer quelques exemples, dont les suivants :

- **Parlux Fragrance**, racheté par un de ses clients, générant un rendement de 220%
- **Medialink**, racheté par son concurrent The NewsMarket, générant un rendement de 394%
- **RCM Technologies**, qui a été la cible de son concurrent CDI Corp. Nous profitons de la hausse liée à cette annonce et réalisons notre investissement avec un gain +387% à la clef
- **Nucryst Pharma**, rachetée par son concurrent Smith & Nephew, générant un rendement de +332%
- **Nu Horizon**, rachetée par concurrent Arrow Electronics, générant un rendement de +301%
- **Cofigeo**, elle aussi cible d'une OPA de la Compagnie des Minquiers, nous procurant un rendement de +194%
- ...

A la page suivante vous trouverez un tableau résultant d'une démarche empirique à objectif illustratif et qui résume les différentes catégories de Daubasses que nous avons identifiées selon des critères de décotes sur une valorisation patrimoniale, la qualité managériale observée (ce que nous ne connaissons qu'a posteriori, hors holdings), le potentiel et la croissance présumée du potentiel.

Edito

Daubasse	Qualité managériale constatée	Réalisation de l'investissement (temps)	Potentiel	Croissance du potentiel	Exemples de sociétés
VANN et VANE	++	+	++	+	PV Crystalox, Transworld Entertainment, ...
VANN et VANE	-	--	++	-	Parlux, Medialink, ...
Holdings Daubasse	+	-	+	+	Investor AB, Jardine Strategic, Great Eagle, ...

Toutes les données synthétisées ici n'ont pas pour but de chercher à catégoriser les Daubasses dans le cadre de nos recherches de cibles à l'achat, mais plus simplement à identifier à posteriori comment nos achats ont tourné et quel est l'impact du fait que nous nous intéressons que très peu à la qualité managériale.

Cette étude démontre surtout ce que notre *process* et ces quelques années expérimentales au sein de notre laboratoire Daubasse semblent également nous marteler encore et encore : diversification et décote sur les actifs tangibles sont les deux maîtres mots de l'investisseur en Daubasses.

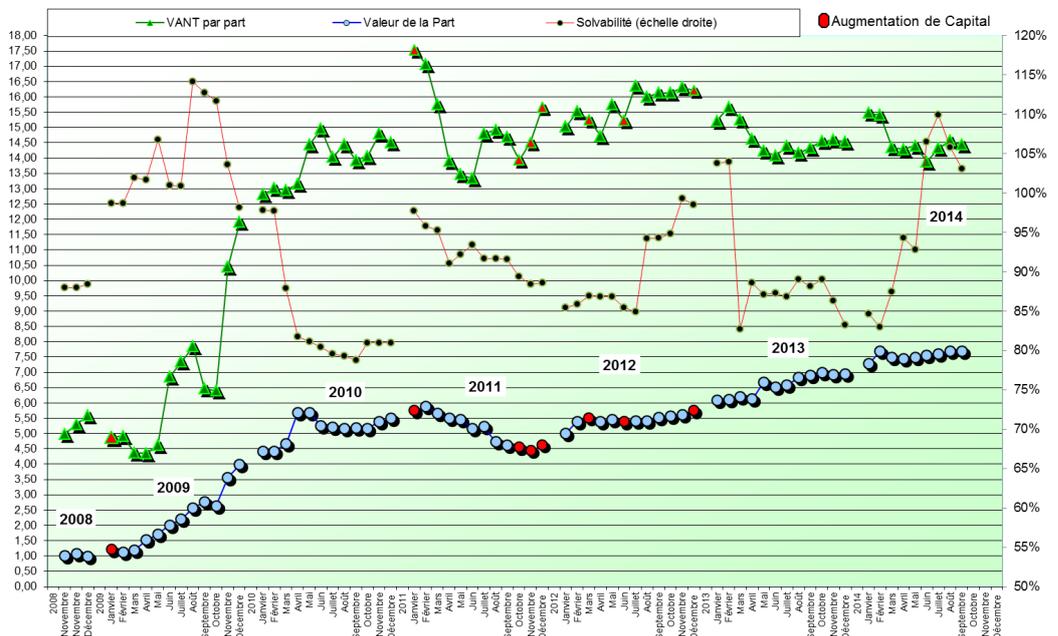
L'Equipe des Daubasses

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.

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
29 août 2014	
Valeur d'une Part	7,69 €
Valeur des Actifs Net Tangible	14,44 €
Potentiel	87,82%
Solvabilité pondérée	103,05%
3,33% Pondération Max	11.167,57 €
Nombre total de positions	56
Répartition des Devises	
Euro	51,27%
Dollar Américain	25,54%
Livre Sterling	9,97%
Dollar Canadien	9,48%
Courone Suédoise	2,69%
Franc Suisse	1,19%
Variation des devises Yield	1,77%
Nombre de société vendue	99
Gain Moyen	2.266,73 €
Perte Moyenne	- 751,20 €
Société en Gain	69
Société en Perte	30
1 Euro investi a rapporté	6,94 €



Portefeuille

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

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

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

Portefeuille au 29 août 2014 / Notations												
	Notation			Potentiel	V Actif	Ratio	Ratio	Date	VANT		V Actif	Ratio
	Potentiel	Risque	Globale	(0 = faible , 3 = élevé)	Net-Net		Solvabilité	Achat	Potentiel	Stop	Net-Estate	
				Risque					Cours			
				(0 = très risqué , 3 = peu risqué)								
Net-Net	3	0	3	Sport Haley Inc	1,4453	0,14	77,71%	24/11/08	679%	1,5582		
	1	3	4	Coast Distribution System	4,9287	0,68	49,82%	25/11/08	72%	5,7507		
	2	0	2	Taitron	1,9515	0,53	103,68%	26/11/08	190%	2,9767	2,8747	0,3569
	1	3	4	Trans World Entertainment	4,7105	0,70	100,47%	08/06/09	65%	5,4630		
	0	2	2	Leeds Group Plc	40,5400	0,86	87,92%	27/08/10	35%	47,41	46,07	0,7597
	3	3	6	Vianini Industria	1,1865	1,08	231,79%	19/10/10	191%	3,7200	1,6761	0,7637
	1	0	1	Jemtec	1,2054	0,48	1866,31%	25/01/11	115%	1,2495		
	2	0	2	BFS Entertainment&Multimédia	0,3219	0,68	64,80%	25/01/11	85%	0,4079		
	2	1	3	MBL Group	16,5800	0,45	128,20%	05/07/11	157%	19,2500		
	3	1	4	Asian Pacific Wire & Cable	6,8588	0,35	52,05%	15/03/12	370%	11,2181		
	3	1	4	Deswell Industries Inc	3,1183	0,71	130,93%	15/03/12	152%	5,5352		
	3	1	4	Vet Affaires	11,8029	0,77	54,30%	16/07/12	153%	23,1598		
	0	2	2	Velcan Energy	13,4350	0,76	309,47%	22/08/12	64%	16,8267		
	3	0	3	Plaza Centers NV	43,26	0,21	37,58%	27/09/12	531%	56,00		
	3	0	3	Global Tech Advanced Inovation	11,81	0,48	100,43%	17/10/12	264%	20,65		
	0	0	0	Zoom Telephonics	0,27	0,92	52,69%	02/04/13	13%	0,28		
	0	1	1	Norcon Plc	24,71	0,85	66,90%	09/07/13	22%	25,55		
0	0	0	Albemarle & Bond	55,80	0,00	58,94%	19/12/13	0%	81,75			
3	2	5	Matica Technologies	1,68	0,62	82,28%	27/12/13	183%	2,95			
3	0	3	Gravity Corp Ltd	1,28	0,59	178,18%	13/01/14	136%	1,79			
0	3	3	Emerson Radio	2,43	0,90	231,71%	09/07/14	26%	2,74			
Net-Estate	2	2	4	Avalon			83,36%	02/09/09	143%	10,43	7,2989	0,5878
	1	0	1	Bodisen Biotech			95,18%	10/11/09	2151%	0,6302	0,0363	0,7713
	3	2	5	Exacompta - Clairefontaine			61,52%	30/11/09	311%	283,42	179,70	0,3840
	1	3	4	Gevelot			173,10%	09/12/09	72%	205,87	168,67	0,7108
	3	2	5	Irce			56,52%	31/05/10	157%	5,0167	3,3243	0,5881
	2	2	4	Natuzzi			58,08%	19/01/11	136%	5,2541	5,2587	0,4241
	1	2	3	Crown van Gelder			61,20%	12/10/11	75%	7,723	7,4442	0,5912
	3	3	6	Peel Hotels			59,43%	12/10/11	106%	159,940	91,8400	0,8439
	3	1	4	Ceramiche Ricchetti			38,05%	09/01/12	422%	1,368	1,5441	0,1916
	1	1	2	Panaria Group			41,90%	12/01/12	80%	2,441	0,7688	1,7690
	3	1	4	Coil			59,30%	14/11/12	134%	7,718	4,3465	0,7592
	3	3	6	Loeb Holding			71,26%	23/04/13	101%	334,030	274,13	0,6056
	1	2	3	Hammond Manufacturing			60,42%	04/06/13	53%	2,916	2,20	0,8635
	3	1	4	Encre Dubuit			50,37%	14/08/13	183%	5,324	4,00	0,4701
	3	1	4	Dover Downs Gaming			66,99%	26/08/13	226%	3,485	3,40	0,3151
3	1	4	I Grandi Viaggi			52,53%	16/10/13	122%	1,185	1,39	0,4511	
0	3	3	SunLink Health System			50,78%	21/02/14	73%	2,073	1,95	0,6139	
0	1	1	Hyduke Energy Services			74,93%	14/04/14	13%	0,850	0,63	1,1939	
1	3	4	STR Holdings inc			114,68%	05/08/14	68%	2,405	2,14	0,6671	
Diversification	2	0	2	Eastern European Property				28/04/11	68%	118,43		
	3	0	3	Elephant Capital Plc				28/06/11	94%	34,00		
	0	3	3	Luxempart				28/06/11	16%	41,11		
	3	3	6	Dundee Precious Metal				14/10/11	105%	11,48		
	0	3	3	Investor AB				29/12/11	12%	284,59		
	0	2	2	Sofragi				27/07/12	23%	1731,27		
	1	2	3	(ADR) First Pacific Ltd				11/02/13	57%	9,08		
	1	3	4	(ADR) Jardine Stratégic Ltd				11/02/13	44%	26,24		
	1	1	2	Silver Standard Ressource				10/07/13	67%	15,69		
	3	2	5	Argonaut Gold				18/09/13	220%	14,25		
	0	2	2	Spratt Ressources Corp				07/11/13	12%	3,67		
	0	3	3	(ADR) Henderson Land Ltd				13/12/13	16%	7,64		
	2	1	3	Socfinaf				19/02/14	70%	27,49		
0	2	2	Alamos Gold				05/03/14	51%	13,90			
3	2	5	Great Eagle Holdings Ltd				11/07/14	79%	6,70			
0	3	3	Symphony International Holdings Ltd				13/08/14	66%	1,29			

Suivi des sociétés analysées

Ci-dessous, les ventes que nous avons effectuées sur le suivi des sociétés analysées.

Opération clôturée									
1	USD	GIGA	GigaTronics (Vendu)	1,30	0,9397	09/11/11	1,50	1,15	22,44%
2	USD	KTCC	Key-Tronic (Vendu)	4,43	3,34	07/10/11	9,73	7,44	122,85%
3	USD	BAMM	Book-A-Million (Vendu)	2,38	1,78	07/12/11	3,19	2,54	42,80%
4	USD	NEI	Networks Engine (Vendu)	1,26	0,99	09/01/12	1,45	1,18	19,60%
5	Euro	LNC.PA	LesNouveauConstructeurs	5,56	5,56	08/09/11	5,99	5,99	7,73%
6	USD	TGAL	CollabRx (Tegal) (Vendu)	2,08	1,44	09/06/11	3,74	2,87	99,31%
7	GBP	PDX.L	Pursuit Dynamic (Vendu)	2,90	0,04	07/12/12	1,70	0,02	-45,56%
8	USD	AVHI	AV Homes (Vendu)	7,24	5,67	09/01/12	13,29	10,34	82,31%
9	USD	XRTX	Xyratex Ltd (Vente)	8,42	6,57	07/11/12	10,10	7,59	15,54%
10	USD	ASYS	Amtech (Vendu)	3,94	3,01	08/01/13	6,64	5,09	69,01%
11	USD	LEDS	SemiLed Corp (Vendu)	0,71	0,52	06/02/13	1,22	0,92	75,80%
12	USD	PTIX	Performance Techno (Vendu)	0,84	0,65	07/12/12	2,19	1,64	153,74%
13	DKK	FFARMS.CO	First Farms (Vente)	47,00	6,32	08/03/12	44,10	5,91	-6,49%
14	Euro	CSP.MI	CSP International (Vente)	0,84	0,84	06/07/12	1,36	1,36	61,90%
15	USD	IFON	Infosonics (Vente)	0,54	0,42	05/07/13	1,61	1,23	191,38%
16	Euro	FFP.PA	FFP (Vente)	25,69	25,69	05/06/12	47,80	47,80	86,06%
17	USD	KGC	Kinross Gold Corp (Vente)	5,20	3,89	09/08/13	5,16	3,78	-2,81%
18	Euro	COTT.PA	Cottin Frères (Vente)	3,90	3,90	06/07/12	4,04	4,04	3,59%
19	Euro	GE.MI	Gefran (Vente)	3,24	3,24	05/11/13	4,34	4,34	33,95%
20	GBP	PVCS.L	PV Crystalox Solar (Vente)	8,40	0,10	09/11/11	16,46	0,20	101,40%
21	Euro	HF.PA	HF Company (Vente)	5,15	5,15	06/07/12	8,50	8,50	65,05%
22	GBP	ZZZ.L	SnoozeBox (Vente)	7,00	0,08	05/02/14	10,10	0,12	45,09%
23	USD	LAKE	Lakeland Industries (Vente)	4,52	3,41	06/06/13	7,19	5,19	51,94%
24	USD	AEY	ADDvantage (Vente)	2,04	1,52	07/12/11	2,69	1,98	29,97%
25	USD	ALCS	Alco Store (Vendu)	10,30	7,34	09/08/11	7,45	5,46	-25,58%
26	USD	UPG	Universal Power Group (Vendu)	1,69	1,28	09/05/13	1,65	1,20	-5,87%
27	Euro	CAPLI.PA	Capelli (Vendu)	1,60	1,60	08/10/13	1,75	1,75	9,38%
28	USD	UUU	Universal Security Instrument (Vendu)	5,35	4,08	09/04/12	3,69	2,76	-32,48%
29	USD	ELST	Electronic System Tech (Vendu)	0,35	0,27	08/01/13	0,53	0,40	49,18%
Total pondéré a part égal									45,56%

News de nos sociétés



Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI

Le second semestre ressemble à s'y méprendre au premier : le résultat est en forte baisse mais reste bénéficiaire en raison essentiellement d'une hausse des coûts d'extraction à 641 usd l'once (vs 448 usd pour la même période l'année précédente). Le résultat par action s'établit à 0,03 usd.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

Les premières analyses de la mine de San Augustin (achetée à Silver Standard) laissent apparaître des teneurs en or et argent intéressantes : 200 % au-dessus des attentes ! Même si le résultat se tasse, le premier semestre est bénéficiaire pour 0,03 usd par action. Les coûts d'extraction sont par contre en forte hausse, à 744 usd l'once, au-dessus de celui retenu pour notre modèle d'évaluation.

Avalon (USA) Ticker : AWX

Comme d'habitude, nous disposons de peu d'informations de la part de notre « gestionnaire-de-déchets-exploitant-de-club-de-golf-actif-dans-l'assainissement-des-eaux-de-forage ». La baisse de 24 % des ventes et la transformation du bénéfice en légère perte aurait pourtant mérité quelques explications. Tout au plus, voyons-nous que c'est dans le segment des déchets que porte la baisse des recettes. Ce n'est pas la première fois que nous avons l'impression que cette direction n'éprouve pas beaucoup de considération pour ses minoritaires. Nous apprenons aussi l'achat d'un hôtel et du club de tennis y attendant situé à proximité du siège social d'Avalon. Quant à la VANT, elle procure toujours une agréable marge de sécurité, à un niveau de 10,43 usd.

Axa Property Trust (UK) Ticker : APT.L

Les pertes annuelles de -1,5 M GBP s'expliquent par des dépréciations d'actifs et des frais financiers. La NAV au 30 juin 2014 est de 55,47 GBp par action, en baisse de -1,21 GBp par rapport au 31 mars 2014. La décote est encore de 26% par rapport au cours de 40,75 GBp mais nous ne savons pas combien de temps le management va mettre pour liquider tous ses actifs et surtout si les cessions qui sont en cours seront réalisées sur les mêmes valeurs que celles inscrites sur le bilan...

News de nos sociétés

BFS Entertainment (Canada) Ticker : BFS.V

Alors que les résultats trimestriels successifs du distributeur de films semblaient assez satisfaisants, ceux du 4e trimestre ont été suffisamment mauvais pour plomber le résultat annuel et l'amener à une perte de 0,02 CAD par action. La direction annonce qu'elle développe un nouveau canal de distribution avec la constitution d'une « bibliothèque numérique ».

Ce canal n'a pas encore débouché sur du chiffre d'affaires concret mais des contrats ont été signés avec des sociétés prestigieuses : Apple TV, iTunes, Amazon et Vimeo. La direction est optimiste à long terme quant'au modèle d'affaire de BFS. La nouvelle VANT s'établit à 0,408 CAD.

Blonder Tongue Laboratories (USA) Ticker : BDR

Comme nous vous l'avions annoncé le 18/08, les résultats publiés par la société ont semblé excellents à Mr Market et nous avons profité de la hausse du cours pour vendre notre ligne avec une plus-value de 73 %, tenant compte du change et des taxes et frais de courtage.

Ceramiche Ricchetti (Italie) Ticker : RIC.MI

Pour la première moitié de l'exercice 2014, le niveau d'activité est comparable à la même période de 2013. Même si ce sont de nouveau des pertes qui sont publiées, elles sont moins importantes à -4,8 M EUR vs. -6,4 M EUR en 2013. La bonne nouvelle provient surtout du résultat opérationnel qui passe dans le vert à +1,5 M EUR vs. -0,3 M EUR sur l'exercice précédent. Ces résultats incluent des éléments non récurrents, dont : -1,1 M EUR liés à la réduction du personnel (les effectifs sont en baisse de 89 personnes depuis le début de l'année) et -0,2 M EUR de dépréciation d'actifs financiers.

Le semestre est marqué par des efforts de restructuration qui se traduisent par le licenciement de salariés. En même temps, l'entreprise continue d'investir dans l'avenir via un nouveau procédé innovant de production de feuilles de céramique subventionné, dans un premier temps, à hauteur de 2,6 M EUR par le gouvernement. Cette technologie, dont les coûts de mise en production sont estimés à 9 M EUR, sont destinés à horizon 3 ans à réduire les coûts énergétiques et de matières premières de 1 EUR par mètre carré de céramique produit.

Enfin, le futur proche n'est pas mis sur la touche non plus avec la mise en exploitation en septembre d'une nouvelle usine qui produira des grandes tailles et qui devrait améliorer la productivité du Groupe.

Au niveau du bilan, les décotes restent importantes sur la VANT (1,37 EUR, en baisse de -2,3% par rapport à la fin du premier trimestre) et surtout sur la VANE (1,54 EUR, soit un potentiel de +415%). Nous restons néanmoins vigilants, car la solvabilité est toujours limitée à 38% et la société est placée sous surveillance.

Coast Distribution System (USA) Ticker : CRV

D'après le rapport financier au 30/06, la société présente des chiffres satisfaisants compte tenu des conditions climatiques « apocalyptiques » en Amérique du Nord durant une bonne partie de la période.

News de nos sociétés

Les ventes ont augmenté de 3,5 % et le bénéfice par action s'est tassé passant de 0,03 usd à 0,01 usd mais une partie de cette diminution s'explique par les coûts de fermeture d'un bureau d'importation à Taïwan, coûts qui sont, en principe, non récurrents. La direction regrette aussi des retards dans la livraison de certains de leurs nouveaux produits mais est relativement optimiste pour le reste de l'année. Nous regrettons néanmoins l'augmentation du nombre d'actions en circulation qui réduit mécaniquement la VANT, la ramenant à 5,75 usd par action.

Deswell Industries (USA) Ticker : DSWL

Notre société de Macao signe un premier trimestre 2014, clôturé en juin, acceptable. La VANT s'établit à 5.54\$. Les ventes sont pourtant en baisse de 19.7% sur le trimestre. La marge brut a augmenté de 9.7% avec une vraie différence selon les segments. Le segment plastique a augmenté sa marge brute de 14.7%, tandis que le segment électronique voit sa marge brute baisser de 4.7%. Dans les deux cas, les effets des coût salariaux ont joué à la hausse comme à la baisse selon les segments. La société signe finalement un trimestre en léger gain de 0.001\$ par action, dû principalement à la réévaluation de son immobilier, ce qui bien sûr compte pour du beurre! Nous notons encore une diminution des coûts fixes de 25% sur le trimestre et une direction nous expliquant que de nouveaux produits sont dans les tuyaux.

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le bilan du premier trimestre, clôturé le 30 juin, nous permet de constater que la VANT de la société est passé de 2.71\$ à 2.74\$. Toutefois, une augmentation de la rotation des stocks, passant de 24 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices à 36 jours dans ce bilan, ainsi que l'allongement de la durée de paiement des clients passant de 39 jours en moyenne sur les 3 derniers exercices à 69 jours, nous ont obligé à redresser la valeur Net Net, qui s'élève à 2.43\$.

Au niveau compte de résultats, les ventes ont progressé de 5.28% par rapport au même trimestre en 2013. Malgré les frais fixe en légère augmentation, la société dégage un profit net de 0.02\$ par action, alors qu'un an plus tôt elle en dégageait 0.05\$ par action.

Autre bonne nouvelle, la société qui possède 1.76\$ de cash par action, a décidé de verser un dividende exceptionnel de 0.70\$ par action. Tous les actionnaires enregistrés au 12 septembre 2014, recevrons ce dividende le 30 septembre 2014.

D'après nos calcul, la valeur d'actif net tangible de la société sera de 2.0994\$, après le paiement de ce dividende.

Encres Dubuit (France) Ticker : DBT.PA

Une nouvelle demande de report de l'assemblée générale annuelle a été introduite. Toujours pas de rapport annuel (2013) en vue, ni de rapport semestriel, qui serait lui aussi décalé. Nous trouvons à ce stade que cela commence à faire beaucoup et notre patience s'approche à grands pas de ses limites.

News de nos sociétés

Exacompta - Clairefontaine (France) Ticker : EXAC.PA

L'activité du deuxième trimestre est en hausse et confirme la bonne tendance du premier trimestre, aussi bien pour l'activité « papier » que pour l'activité « transformation ». En comparaison avec le premier semestre 2013, ce premier semestre 2014 est en hausse de +4,5% et atteint 265,1 M EUR. Nulle doute que la société a dû profiter de l'intégration de Photoweb.

Au niveau de la rentabilité, la société génère un résultat opérationnel de 2,0 M EUR et un bénéfice de 0,8 M EUR. Ce bénéfice tient compte d'une dépréciation de Goodwill de 2 M EUR (aucun impact cash et patrimonial sur notre valeur cible, puisque nous ignorons les actifs intangibles dans nos calculs).

Au niveau des perspectives, le Groupe s'attend à un second semestre moins dynamique, mais pense réaliser une bonne rentrée des classes tout en profitant de la baisse des coûts d'achat de la pâte à papier. Le bénéfice annuel, avant dépréciation de Goodwill, est attendu au même niveau qu'en 2013, soit proche de 4,3 M EUR.

Au niveau de nos ratios, la VANE est à 179,70 EUR et la VANT à 283,42 EUR, représentant un potentiel de +311%. Notre ratio de solvabilité maison ressort à 62%, bien au dessus de notre seuil de 40% exigé.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Lors de la présentation des résultats du S1, la direction nous a indiqué à la fois son inquiétude quant'au niveau de l'inflation en Indonésie et aux Philippines (ses principaux investissements sont situés dans ces deux pays) mais aussi sa confiance dans le fait que la croissance de la demande intérieure restera significativement plus élevée en Asie du Sud-Est qu'en Europe mais aussi en Chine. Ceci mis à part, nous apprenons que le processus d'acquisition de Godman Filder suit son cours et que la marge des affaires des principales participations est plutôt favorable.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Nous avons omis de le signaler les mois précédents. C'est chose faite maintenant. Suite à l'Assemblée Générale de juin, le Conseil d'Administration a décidé de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions pour 6% du capital (53.967 actions) pour un coût maximal de 3 M EUR. Le but étant de les annuler. Le programme est valable jusqu'au 13 décembre 2015.

Great Eagle Holdings Ltd (Hong Kong) Ticker : GEAHF

Nous n'avons pas encore les comptes consolidés du premier semestre, mais déjà quelques résultats et des éléments importants. Au niveau des relatives mauvaises nouvelles, la filiale immobilière a publié un excellent premier semestre 2014 mais annonce déjà que la seconde partie de l'année sera moins bonne en terme de résultats car un important locataire de l'immeuble Citibank Plaza ne va pas renouveler son bail. Déjà, la société a pris acte dans ses comptes de ces événements en dépréciant son immobilier. L'ensemble des autres activités du Groupe (immobilier également, mais aussi gestion hôtelière) se porte bien et la confiance est de mise pour l'avenir. La direction communique au 30/06/2014 une valeur d'actifs net (ou NAV) de :

News de nos sociétés

- 9,92 USD par action en valeur de marché, soit une décote de 62% pour un cours de 3,75 USD

- 11,38 USD par action en valeur comptable, soit une décote de 62% pour un cours de 3,75 USD

Des chiffres que nous ne manquerons bien évidemment pas de challenger dès que les comptes consolidés seront publiés.

Henderson Land Development (Hong Kong) Ticker : HLDCY

Notre « promoteur-foncière-utilities chino-hongkongais » a publié ses résultats du premier semestre : des profits en hausse tant pour les activités de promotion que de location, aidée il est vrai par une augmentation de la juste valeur des immeubles détenus.

Hors ces effets, le résultat des activités immobilières reste malgré tout en hausse de 43 % par rapport au même trimestre de l'année précédente. Le résultat de la participation cotée, The Hong Kong and China Gas Company est, quant'à lui, en hausse de 16 %. Bref, tout « roule » pour cette participation discrète de notre portefeuille qui n'est, selon nous, pas estimée à sa juste valeur par le marché.

Hydruke Energy Services (Canada) Ticker : HYD.TO

La valeur patrimoniale de la société, sur le premier semestre, est en très léger recul à 0.85 CAD. Nous notons un allongement de la durée de rotation des stocks de 121 jours, contre une moyenne de 73 jours sur les 3 derniers bilans. Ce qui nous amène à un retraitement de la valeur Net Net et Net Estate qui ressortent respectivement à 0.37 CAD et à 0.63 CAD. Au niveau des comptes de résultat, le chiffre d'affaires est en recul de 15%. Les frais fixes sont en hausse de 7%. Au final, la perte est de 0.063 CAD par action alors qu'un an plus tôt sur la même période, elle était de 0.065 CAD par action.

Irce (Italie) : Ticker : IRC.MI

Les 6 premiers mois de l'année 2014 commencent bien pour notre industriel du câble italien, actif également au Brésil. Même si l'activité est en baisse de -3,5% principalement à cause d'un effet prix (essentiellement le cuivre) car les volumes livrés sont en hausse, notamment au Brésil. Et les marges repartent à la hausse. Par rapport au S1 2013, l'EBITDA augmente de +68,8% à 7,3M EUR et le profit est multiplié par x2,3 et atteint 2,2 M EUR.

Au niveau de la gestion, à noter un fait important : le *board* a autorisé des rachats d'actions.

Notre objectif de cours (la VANT) est en augmentation de +2,6% en comparaison avec les chiffres du premier trimestre, à 5,02 EUR, soit un potentiel de +148%. La VANE reste très proche, à 4,88 EUR. Nous vous rappelons que sur cette Daubasse, nous n'avons pas la valeur historique des bâtiments, seuls leur valeur nette amortie. Ce qui apporte une marge de sécurité supplémentaire puisque nous reprenons dans la VANE la valeur historique des terrains + la valeur amortie des immeubles sur lesquels nous prenons une marge de sécurité de 20%. Enfin, le ratio de solvabilité est toujours dans les clous, à 57%.

News de nos sociétés

JKX Oil & Gas (UK) Ticker : JKX.L

Très mauvaise nouvelle pour le Groupe ! Il semblerait que le gouvernement ukrainien soit à la recherche de la moindre rentrée fiscale suite au vote d'un « budget d'urgence ». Ainsi, la société a pris connaissance du fait que les taxes sur la production de pétrole et de gaz vont augmenter significativement. Pour le gaz, les taxes vont doubler pour atteindre un niveau de 55% (pour rappel, principale activité de JKX). Compte tenu de ces éléments, le Groupe est en train d'évaluer les perspectives d'un exploitant indépendant de pétrole et gaz dans ce pays et envisage dès à présent ses investissements avec prudence. La société va tenir ses actionnaires informés des mesures prises pour préserver leurs avoirs.

Dans la foulée, un communiqué indique que la Banque de Norvège est passée sous les 4% de droits de vote de JKX Holdings.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Avec la publication des comptes annuels arrêtés au 31 mai 2014, c'est une très bonne nouvelle que nous recevons. Dans le trend des précédentes communications, la société a réalisé un très bel exercice qui se solde par un bénéfice de 1,1 M GBP... avant impacts des effets de change. Soit, un bénéfice après impacts de ces effets divisé par plus de deux, à 0,4 M GBP. La NAV, telle que calculée par le management, progresse tout de même de 3,6% sur l'année et atteint 50,7 GBp. Ce qui nous réjouit d'avantage, c'est que l'entreprise a profité de sa génération de flux de trésorerie pour rembourser l'ensemble de ses dettes bancaires et présenter à la clôture des comptes un excédent net de trésorerie de 1,7 M GBP ou encore 6,4 GBp par action, soit 19% de la capitalisation boursière. Au niveau patrimonial, nos ratios maison font ressortir une VANE de 46 GBp, très proche de la VANT, notre cours cible de 47 GBp, représentant un potentiel de +44% au cours de référence de 33 GBp. La solvabilité est encore excellente, puisqu'elle ressort à 88%.

Au niveau des perspectives, la société annonce que les premiers mois du nouvel exercice sont conformes aux attentes. Le Groupe a d'ailleurs décidé de ne pas verser de dividende malgré la bonne position de sa trésorerie car elle souhaite pouvoir réaliser des investissements.

Enfin, Kathryn Davenport a décidé de ne pas se représenter en tant que membre du *board* et son remplaçant sera annoncé prochainement.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

Après 6 mois d'activité en 2014, la valeur patrimoniale de la société est en recul à 5.73\$, les valeurs Net Net et Net Estate étant respectivement de 3.97\$ et 5.37 \$. Sur le semestre, les ventes sont en recul de 17%. Les coût fixes ont été réduits de 12%. La perte a été réduite de moitié par rapport à l'année passée sur la même période.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Les ventes semestrielles sont en hausse de +0,5% à 46,8 M CHF. L'EBITDA et l'EBIT sont en hausses en valeur absolue et en % du CA, et ils atteignent respectivement 5,4 M CHF (+12% vs. S1 2013) soit 11,5% du CA (10,3% au S1 2013) et

News de nos sociétés

1,0 M CHF (+107% vs. S1 2013) soit 2,1% CA pour l'EBIT. Le bénéfice de 1,8 M CHF est triplé sur la période, mais il s'explique en grande partie par des éléments exceptionnels non récurrents : un gain financier de +1,1 M CHF, une réévaluation de l'actif Riedbachstrasse 8 Bernhard pour +2,2 M CHF compensé par une dépréciation exceptionnelle de l'entrepôt de Krompholz pour -1,3 M CHF. Le Groupe de grands magasins prévoit de réaliser le même niveau de bénéfices en 2014 que 2013. Les consommateurs suisses sont sereins et l'activité sera soutenue par l'ouverture de neuf magasins de marques sous les enseignes Street One & Cecil, Maggs, Hallhuber Lu et Tommy Hilfiger, ainsi que de 4 grands magasins Maggs dans les villes de Aarau, Bâle, Bienne et Zurich. La société continue de décoller sur sa VANE de 31% et le potentiel sur la VANT de 334,03 EUR ressort à +76%.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Lors de la publication de son rapport semestriel, la holding luxembourgeoise annonce que son plan de refinancement pour sa participation « à problème » Pescanova, a été rejeté. La direction reprend à présent cette ligne pour « 0 » dans ses comptes (ce que, pour notre part, nous faisons depuis plusieurs mois déjà pour notre propre calcul de la valeur de Luxempart).

On apprend aussi que l'OPA sur l'assureur « Le Foyer » mené par la maison-mère de Luxempart, Foyer-Finance, est un succès. Il ne reste donc plus que deux actionnaires pour la compagnie d'assurance : Foyer-Finance et ... Luxempart. Nous sommes curieux de voir à long terme ce que cette opération créera comme valeur pour les actionnaires de Luxempart. Nous apprenons aussi l'investissement dans un fabricant allemand non coté de gilets pare-balles et constatons quelques achats d'actions propres.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

Notre société allemande appuie son développement vers l'Asie en recrutant son Directeur Régional en la personne de Kenneth Cheung, un ancien d'un constructeur chinois de cartes d'identification (APSCA) et qui a aussi œuvré chez MasterCard. Il sera épaulé par le nouveau Directeur Régional des ventes, Antonio D'Alore, fraîchement débarqué de chez Matica Systems, la société mère italienne de Matica Technologies.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Notre distributeur en reconversion vient de publier ses résultats annuels (exercice clôturé le 31/03). Les ventes des activités poursuivies sont en hausse de 10 % mais en baisse de 20 % si on les considère globalement. Les pertes sont en légère diminution, à 7,2 GBp, mais restent selon nous conséquentes. La direction reste dithyrambique, parlant de « solides progrès », mais nous commençons à nous demander s'il ne s'agit pas là d'une direction facétieuse possédant un sens de l'humour particulièrement développé. Très logiquement, la VANT continue à s'éroder à 19,25 GBp. Mais quand donc cette horrible chrysalide se transformera-t-elle en merveilleux papillon ?

News de nos sociétés

Mifa Mitteldeutsche (Allemagne) Ticker : FW1.DE

L'entreprise de bicyclettes indienne HERO est finalement bien entrée en contact avec la société et lui a apporté 15 M EUR de capitaux frais. Au-delà des bonnes nouvelles financières, c'est aussi un partenaire stratégique qui entre au tour de table.

Pour les obligataires, on leur a demandé de repousser la maturité de 3 ans. Soit le 12 août 2021 au lieu du 12 août 2018, ainsi qu'une baisse de rémunération, passant de 7,5% à un « taux d'intérêt de restructuration » - accrochez vos ceintures ! - de 1% (!). Mais en compensation, les obligataires auront le droit de souscrire à la prochaine augmentation de capital prévue très prochainement. En fait, a priori, cela sent plutôt bon pour les obligataires qui ont pu se servir à moins de 30% du pair, car la structure financière se renforce.

Prenons notre calculette. L'obligation cote aujourd'hui 26% de son pair, soit 260 EUR. Le coupon annuel sera de 1%, soit 10 EUR par an jusqu'en 2021, soit 7 ans, soit $7 \times 10 = 70$ EUR. Le 12 août 2021, si tout se passe bien - et rien n'est gagné ! -, les obligataires récupèrent leur mise initiale de 1 000 EUR. Ils toucheraient théoriquement à l'échéance : 1 000 EUR (= le pair) + 70 EUR = 1 070 EUR. Soit un rendement de $1\,070 / 260 = +311\%$ en... 7 ans. Equivalent à un rendement annualisé de 22,4%. Nous ne savons pas si le crime paie, mais le risque, oui !

Migatronic (Danemark) Ticker : MIGA-B.CO

La société danoise spécialiste des machines à souder se porte comme un charme. Constatez par vous-même : l'activité est en légère hausse de +1,0% à 139,4 M DKK, mais surtout les marges sont au rendez-vous car le bénéfice augmente de +42,8% à 3,4 M DKK. Le marché est friand des produits Migatronic qui sont de plus en plus demandés, ce qui incite le Groupe à confirmer ses objectifs annuels, à savoir une activité et des résultats en hausse pour la seconde partie de l'exercice.

La VANT est en augmentation de +4,3% à 207,25 DKK et c'est surtout la VANE qui nous intéresse puisque la valeur des immeubles et terrains est une des richesses du groupe danois. Ils sont amortis depuis des années, et en prenant une marge de sécurité de 20% sur leur prix d'acquisition historique, nous obtenons une VANE > VANT. La société décote de 28% sur sa VANE de 252,66 EUR, ce qui représente un potentiel de +39%. Le ratio de solvabilité est solide à 68%.

Panaria Group (Italie) Ticker : PAN.MI

Notre carrelier de luxe italien a une activité en hausse de +3,2%, à 146,0 M EUR. Le résultat opérationnel est en déclin lui de -13,6% et atteint 9,4 M EUR, soit une marge opérationnelle relativement basse de 6,5% qui s'explique par une volonté de réduire les stocks. Les résultats ressortent quand-même en pertes, à -1,9 M EUR. Mais la société indique que le pire est derrière elle et que l'avenir lui ouvre maintenant les bras car elle a fortement réduit sa dette (-15,3 M EUR) et qu'elle a accentué son internationalisation en dehors de l'UE sur des zones en forte croissance : Asie et États-Unis essentiellement. Le « hors UE » représente désormais 43% de l'activité contre 26% à fin 2009.

Au 30 juin 2014, la VANT ressort à 2,44 EUR, ce qui représente un potentiel de +70%. La solvabilité est de 42%, tout juste dans les clous.

News de nos sociétés

Paradise (USA) Ticker : PARF

La société signe un semestre en ligne avec son activité cyclique qui consiste à faire des stock de fruits lors des premiers trimestres, avec des ventes très moyennes pour la seconde partie de l'année, et plus particulièrement la fin de l'année. A semestre comparable, un an plus tôt la valeur patrimoniale est stable à 39.43\$. Les ventes sont en baisse de -1.25%, la légère perte de 0.09\$ par action est comparable à la perte de 0.08\$ par action en juin 2013.

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

Nous ne disposons pas à proprement parlé d'un rapport détaillé, mais d'une présentation rapide des 6 premiers mois de 2014. L'actif total est de 519 millions d'euros. Dans notre dernière fiche il était de 538 millions. Nous n'avons pas d'info sur l'endettement total. Une dépréciation de 69 millions sur les bâtiments ont été actés. Et les 6 premiers mois de l'année se clôturent sur une perte de 98.5 million d'euros.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Le troisième trimestre clos au 30 juin 2014 a apporté son lot d'insatisfactions. La direction annonce que ce trimestre post-élections municipales de mars est encore plus dégradé qu'envisagé pour le périmètre France du fait « de nombreux changements de majorité au sein des conseils municipaux ». La faute à ces bons vieux facteurs externes. L'activité à l'international se porte bien. D'ors et déjà, les perspectives de résultats sont revues à la baisse.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Compte tenu du contexte, les nouvelles nous semblent très encourageantes pour notre mine d'argent (qui devient d'ailleurs aussi un producteur d'or suite à sa dernière acquisition). Le chiffre d'affaires a doublé par rapport au 1Q2014 (l'intégration de Marigold n'y est évidemment pas étrangère), les coûts d'extraction de l'argent restent contenus avec 12,18 usd par once pour la mine de Pirquitas et les coûts d'extraction pour l'or de Marigold s'établissent à 1.105 usd par once, mais la direction s'attend à les voir baisser vers 900 usd. Par contre, le projet de mine à ciel ouvert de Pitarrilla est toujours en attente d'exploitation : la direction a préféré différer celle-ci suite à une augmentation des taux de taxe imposée par l'Etat, ce qui reste plutôt préoccupant quand on sait que Pitarrilla est en réalité le plus gros actif de Silver Standard. En attendant, la perte de la société a été réduite par rapport à 2013 (affecté il est vrai par une énorme réduction de valeur) : elle s'élève à 0,30 usd par action contre 2,98 usd l'année précédente (et 0,47 usd si on fait abstraction de la réduction de valeur exceptionnelle).

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : 7463

Comme annoncé précédemment, Socfin, la maison-mère de Socfinaf, a échangé 9 % du capital de Socfinaf contre 68,93 % du capital de Safa, une société camerounaise de plantation cotée sur la bourse de Douala. Elle exploite actuellement 5.400 ha de palmiers à huile et 4.400 ha d'hévéas. Cette participation sera ulté-

News de nos sociétés

rieurement amenée à Socfinaf par le biais d'une augmentation de capital par apport en nature.

La nouvelle VANT s'établit en hausse à 30,54 euros.

A part cette information, le rapport financier annonce une hausse du résultat semestriel par action de 84 %. Néanmoins, cette hausse doit être relativisée car elle est exclusivement due à une hausse de la juste valeur des actifs biologiques. En dehors de cet impact, le résultat aurait été plus ou moins stable.

Nous notons aussi que la plupart des plantations de Socfinaf sont situées dans les régions les plus touchées par le virus Ebola. Mais nous ignorons quel sera l'ampleur de l'impact de ce drame sur la situation financière de nos plantations.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.938,91€, en hausse de 0.69% par rapport au mois passé.

Sprott Resources (Canada) Ticker : SCP.TO

Comme annoncé dans notre lettre précédente, les événements se bousculent chez Sprott qui investit tous azimuts : un investissement complémentaire dans des royalties sur des gisements de gaz et de pétrole, un apport en capital supplémentaire dans One Earth Oil and Gas, l'investissement dans la nouvelle ligne Corsa Coal (le producteur de coke) et l'introduction en bourse de Independance Contract Drilling à l'occasion de laquelle Sprott Resources a augmenté sa participation. En fonction de ces éléments, nous avons tenté une nouvelle valorisation de la société que nous vous proposons ci-dessous :

- trésorerie + investissement divers - passif : -0,01
- One Earth Oil and Gas : 0,36
- Long Run : 1,33
- In Play : 0,20
- Virginia Energy : 0,01
- ICD : 0,52
- Intérêts dans des royalties à encaisser sur des puits de pétrole : 0,08
- Corsa Coal : 0,83
- One Earth Farms : 0,26
- Union Agriculture Group : 0,35
- Potash Ridge : 0,06
- Stonegate Agricom : 0,10

Selon ces calculs, la NAV s'établirait donc à 4.08 CAD par action, ce qui laisse, au cours actuel, une marge de sécurité de 19,57 %.

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Sur le premier semestre clôturé au 30 juin, la société voit sa VANT reculer à 2.40\$. Ses valeurs Net Net et Net Estate sont toujours en redressement, pour cause de rotation des stocks supérieure à la moyenne à 3 ans et de durée de paiement des clients, mais cela s'améliore. Le chiffre d'affaire a progressé de 8.46%, mais le coût des produits a également progressé de 16%. Nous observons une régression des coûts fixes de 37%. La société signe au final une perte

News de nos sociétés

de 0.17\$ par action, en diminution de 20% par rapport à la même période un an plus tôt.

Mais, bien sûr, la principale information est l'acquisition de la société par la société chinoise Zhenfa. Nous vous avons envoyé un email pour vous expliquer l'opération assez complexe. Pour ceux qui aurait raté l'email, voici ce que nous en disions :

En réalité, le groupe chinois Zhenfa va acquérir 51 % de notre équipementier photovoltaïque.

Le montage est assez compliqué (tout ça, nous supposons, pour éviter une OPA obligatoire).

L'acquéreur achète des nouvelles actions de STR lui octroyant 51 % du capital en déboursant 21,7 millions de dollars, ce qui valoriserait, si nos calculs sont exacts, chaque action nouvellement créée à 0,80 usd par action.

Dans un 2e temps, tous les actionnaires de STR sauf l'acquéreur vont percevoir un dividende exceptionnel de 0,85 usd.

Autrement dit, à notre cours d'achat de 1,28 usd, nous allons recevoir 0,85 usd brut mais, en tant que résidents belges, nous subirons des prélèvements fiscaux qui nous laisseront 0,54 usd. Notre prix de revient sera donc de $1,28 - 0,54 = 0,74$ usd, soit un peu moins que le prix payé par les chinois.

A la fin de l'opération, la nouvelle VANT devrait être de 1,21 usd.

Taitron (USA) Ticker : TAIT

Rien de nouveau chez Taitron avec les comptes semestriels publiés à la mi-août. La valeur patrimoniale de la société poursuit sa très lente érosion et vaut 2.97\$. Le scénario est identique à chaque rapport, légère érosion des ventes, légère perte au final.

Techniline (France) Ticker : ALTEC.PA

Cela va mal pour Techniline, une suspension du cours a eu lieu et une procédure de liquidation judiciaire a été mise en place. Tout cela serait dû à des pertes et à un manque de liquidités. Ce que l'on peut regretter dans cette mésaventure, c'est quand-même l'absence de communication financière, voire de communication tout court. L'affaire reste quand même à suivre...

Tecumseh (USA) Ticker : TECU

Le premier semestre, clôturé en juin, est assez moyen. La valeur patrimoniale de la société est en recul à 10.61\$. C'est dans les comptes de résultats que nous trouvons la raison de ce recul, puisque les ventes sont en recul de 15%. Les coûts fixes, également en recul de 18%, permettent à la société de sauver les meubles et de limiter sa perte semestrielle à 1.07\$ par action, alors que voici un an, sur la même période, la perte était de 0.80\$ par action.

Les explication de la direction sont assez peu convaincantes, puisqu'elle parle principalement de conditions macro-économiques défavorables et met en avant la baisse des prévisions de croissance mondiale avancée par la banque mondiale. En second lieu, elle aurait subi sur le semestre un change défavorable très partiellement compensé par une augmentation du prix de ses produits dans les pays émergents, ce qui nous semble plus sérieux.

News de nos sociétés

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Nous ne disposons pas encore du rapport semestriel, mais d'un résumé de l'annonce des résultats. Les ventes de ce second semestre sont en baisse de 8.9%, mais à magasins comparables, de 1.4%. La perte s'élève à 0.17\$ par action. Les coûts fixes sont comme d'habitude en diminution, et sur le semestre de 3.6%. La principale nouvelle de ce compte-rendu succinct réside dans le fait que la direction annonce l'ouverture d'un nouveau magasin dans le New Jersey, avec un nouveau concept de présentation et de nouveaux produits non média. Ce qui signifie que le travail de la direction se poursuit dans la transformation de son business. Au cours de ce semestre, la société a racheté 318.000 actions.

Vianini Lavori (Italie) Ticker : VLA.MI

Le conglomérat italien publie un bénéfice d'exploitation en baisse de 73 % par rapport au premier semestre 2013. Cette diminution s'explique par le ralentissement des commandes mais aussi par le fait que 2013 était anormalement favorable. Le carnet de commandes, bien qu'il soit en légère diminution, reste conséquent puisqu'il représente +/- 14 années de chiffre d'affaires.



Analyses de société

Symphony International Holdings Ltd

(London Stock Exchange, Ticker: SIHL.L / ISIN : VGG548121059)

I. Introduction



Symphony International Holdings est une société d'investissement spécialisée sur le continent asiatique.

La société prend des **participations minoritaires** dans une série de sociétés essentiellement actives dans le **secteur de la santé**, de **l'immobilier** ou des **loisirs**. Néanmoins, ses participations sont suffisamment significatives pour qu'elle soit à chaque fois représentée au conseil d'administration des entreprises qu'elle détient.

Symphony a une structure de gestion qui est un peu différente des autres holdings dans lesquelles nous avons investi et se rapproche d'ailleurs très fort d'un fonds fermé. En effet, la gestion n'est pas assurée ici par une famille actionnaire historique ou des gestionnaires salariés de la société, mais par une maison de gestion: Symphony Investment Managers Limited. Néanmoins, cette maison de gestion est placée sous étroite surveillance puisque 4 des 6 membres du conseil d'administration (dont le président) sont des administrateurs indépendants.

Depuis le 1er janvier 2005, la valeur d'actif net de Symphony International a augmenté de 37,6 % quand, dans le même temps, le tracker Vanguard « Pacific » fournissait un rendement, dividende inclus, de 28,7 %. L'écart n'est pas gigantesque et le *benchmark* choisi doit peut-être être pris *cum grano salis*, mais ceci semble démontrer qu'à défaut d'être gérée par des stars de l'investissement, cette société dispose d'une direction d'un niveau qualitatif supérieur au niveau « daubasse ».

Celle-ci semble d'ailleurs relativement soucieuse des actionnaires : elle s'est engagée à leur distribuer au moins 80 % de la NAV si, durant les trois mois précédent septembre 2017, la décote a été supérieure en moyenne à 35 %. De plus, elle est aussi obligée de demander l'aval des actionnaires si des nouvelles actions doivent être émises avec une décote inférieure à 15 %. Nous notons d'ailleurs que l'équipe d'investissement détient, dans son ensemble, 10 % du capital.

Si la société se présente comme active dans le *private equity*, vous pourrez constater que la grosse majorité de ses participations sont cotées.

Le 14/08/2014, nous avons acheté 5 600 actions Symphony International à un coût d'achat, frais de courtage et taxe de bourse inclus, de 0,79 USD.

Analyses de société

II. Participations

MINOR INTERNATIONAL **Minor International** est un énorme **conglomérat hôtelier** qui détient 35 hôtels en propre et 68 hôtels en gestion. Certains sont exploités sous franchise (Four Seasons, Marriott, ...) mais d'autres sous les marques de Minor. Mais ce n'est pas tout : Minor exploite aussi 1.544 restaurants du style fast-food (une dizaine de franchise dont Dairy Queen et Burger King) et 276 points de vente dans les domaines de la mode et les cosmétiques. Si son marché historique est la Thaïlande (le premier hôtel y a été ouvert en 1978), elle déploie à présent ses activités en Afrique de l'Est, dans les pays du Golf Persique, en Chine, en Asie du Sud-Est, en Australie et en Nouvelle-Zélande.

Au moment de notre achat, ce poids lourd du portefeuille valait 0,63 usd par action (elle couvre donc 80 % de notre PRU de 0,79 USD).

Menuet est une **joint-venture thaïlandaise** non cotée qui développe des terrains dont elle est propriétaire. Les investissements nets de Symphony dans cette société s'élève à 78,3 mio de Bath. La direction estime la juste valeur de sa participation à 87,8 mio USD. Le dernier terrain vendu en mars 2013 l'a été à un prix supérieur de 76 % au coût d'acquisition par Menuet. On peut donc espérer quelques plus-values cachées sur cette ligne.



ParkwayLife REIT

Parkway Life Real Estate Investment est une **foncière de Singapour** spécialisée dans la mise en location d'hôpitaux : 3 hôpitaux à Singapour, 43 au Japon et un en Malaisie. Symphony en détient 6,36 %.



IHH Healthcare Berhad

IHH Healthcare Berhad est l'un des plus gros fournisseurs de soins de santé dans le monde. Cette société malaisienne exploite 33 hôpitaux, non seulement en Malaisie mais aussi en Turquie, à Singapour, en Inde, en Macédoine, aux Emirats Arabes Unis, au Vietnam, à Brunei et même en Irak. C'est d'ailleurs cette société qui loue les 3 hôpitaux singapouriens de Parkway Life Real Estate ... comme le monde est petit !

A noter que l'actionnaire majoritaire de IHH, c'est Khazanat National, le bras financier de l'état malaisien.

En Malaisie, la holding a co-investi dans **Desaru**, une **joint-venture** dans un projet de développement d'un country club et de 46 villas sur la côte sud-est du pays. L'autre investisseur (qui détient 51 % du projet), c'est ... Khazanat National, le monde est décidément encore plus petit que ce que nous pensions.

SG Land est une co-entreprise qui détient les droits de location de deux immeubles de bureau en Thaïlande.

Analyses de société

Parmi les plus petites participations, nous trouvons **Larsen Singapour** qui est un distributeur thaïlandais de meubles haut de gamme, **Maison Takuya** qui propose de la maroquinerie de luxe, **Niseko** qui est une co-entreprise destinée à développer deux hôtels dans une station de sport d'hiver au Japon et **Wine Connection Group**, un importateur et distributeur de vin en Thaïlande.

Au 30/06/2014, l'ensemble de ces participations représentaient 0,05 USD par action. Nous n'avons malheureusement pas d'information pour déterminer leur valeur aujourd'hui.

Voici le tableau récapitulatif détaillant chacune des participations et leur poids respectif en fonction des cours au 31/08.

Participations	valo/action	pondération
MINOR INTERNATIONAL	0,63	45,50%
MENUJET	0,17	12,10%
PARKWAY LIFE REAL ESTATE INVESTMENT	0,14	10,00%
IHH HEALTHCARE BERHAD	0,16	11,40%
DESARU	0,06	4,10%
SG LAND	0,03	2,20%
AUTRES PARTICIPATIONS	0,05	3,70%
TRESORERIE NETTE	0,15	11,00%

En fonction de ce qui précède, nous estimons la valeur d'une action Symphony International Holding à 1,39 usd.

A notre coût d'acquisition de 0,79 USD, nous avons donc obtenu une **marge de sécurité de 43 %**.

III. Conclusions

En investissant dans Symphony International Holding, nous complétons idéalement les autres participations asiatiques de notre portefeuille, du moins sur le plan géographique. Cet achat nous positionne aussi sur une société de participations qui nous semble correctement gérée même si c'est sans éclat et à un moment où la décote est historiquement dans sa fourchette haute.

Et la direction a d'ailleurs octroyé aux actionnaires une sorte d'option « put » sur la décote avec l'engagement mentionné ci-dessus de distribution de 80 % de la NAV en cas de décote excessive.

Analyses de société

Gafisa S.A.

(NYSE, Ticker: GFA / ISIN : US3626073015)

I. Introduction

Le titre que nous vous présentons dans la présente analyse a la particularité d'être coté à la fois sur la bourse brésilienne de Sao Paulo au Brésil et sur le NYSE américain, sous la forme d'un American Deposit Receipt, plus communément appelé « ADR ». Pour les porteurs, les ADR donnent les mêmes droits que les actions brésiennes dont elles sont le reflet. Les seules subtilités résident dans le fait qu'elles soient cotées en USD et qu'un ADR équivaut à deux actions brésiennes de GAFISA.



Gafisa SA est une entreprise brésilienne active dans la promotion immobilière résidentielle, uniquement au Brésil. Elle a été fondée en 1954 et prend sa forme actuelle au fil des ans. Ce ne sont pas moins de 1.000 projets que Gafisa a sorti de terre. A noter que la société s'est créée par acquisitions, qui ont été notamment rendues possibles par un appel sur le marché (IPO) américain en 2007. Nous ne vous présentons que les acquisitions les plus significatives. Tout d'abord Alphaville qui développe des communautés résidentielles. Dans un but annoncé de réduction de son niveau de dette et de recentrage stratégique, Gafisa cède 70% de sa participation dans Alphaville aux sociétés de Private Equity Blackstone et Pátria fin 2013 sur la base d'une valorisation de 2 Md Reals brésiliens (que nous noterons « BRL » par la suite). Aujourd'hui, Gafisa détient encore 30% du capital d'Alphaville. La filiale Tenda, consolidée à 100% dans les comptes de Gafisa. La société est active sur le même secteur que Gafisa : la promotion immobilière résidentielle, mais sur de l'entrée de gamme. A noter, et nous le verrons plus bas, que le management désire scinder les deux structures : d'un côté Gafisa et de l'autre Tenda.

Comment cette société est arrivée dans le viseur des Daubasses ?

En fait, le marché a fortement sanctionné, et à juste raison, le titre qui a perdu plus de 80% de sa valeur depuis ses sommets de 2010. Et ceci pour plusieurs bonnes raisons. Il y eu non seulement beaucoup trop de programmes lancés qui ont généré d'énormes pertes en 2011 et en 2012. A cela, il faut ajouter un niveau d'endettement qui devenait critique et qui avec l'accumulation de pertes mettaient l'entreprise en péril. Aujourd'hui, les choses semblent changer avec un bon coup de balai sur le management de Tenda, société qui enchaîne les pertes. C'est maintenant le Directeur Financier de Gafisa qui assure la direction de Tenda. La vente de 70% des parts d'Alphaville et le désir de se séparer de Tenda sont des actions, parmi d'autres, qui ont redressé les comptes de la société et qui devraient lui permettre de sortir la tête de l'eau. Ce dont le marché

Analyses de société

semble encore douter aujourd'hui. Comme nous le verrons plus loin, des catalyseurs semblent être en piste pour réveiller le titre. Attaquons-nous tout d'abord à la valorisation pour voir si nous avons des marges de sécurité.



La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014. Nous avons tenu compte d'une dilution potentielle de 10.505.961 actions, soit 5.252.988,05 ADR potentiellement à émettre.

Le cours de référence est le cours de clôture du mercredi 27 août 2014, soit 2,97 USD l'action. Nous avons converti les comptes avec le taux de change suivant : 1 USD = 2,2467 BRL

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 9,81 USD par action et l'ensemble des dettes représente 8,33 USD. La valeur d'actif net-net est donc de **1,49 USD** par action (arrondie).

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

La société détient des immeubles qu'elle est en train de vendre, ainsi que des dizaines de petites participations dans des sociétés immobilières.

Ces actifs immobiliers ont une valeur comptable de 717,1 M USD ou encore 3,22 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant (soit 2,57 USD), y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de **4,06 USD** par action (arrondie).

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

Dans cette évaluation, nous tentons de valoriser la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble des actifs.

Nous allons détailler chacun des postes, des plus liquides au moins liquides, et par importance dans le bilan.

Nous commençons donc par les **actifs courants**.

Les créances clients. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur comptable de 3,41 USD par action. La société a été payée en moyenne en 379 jours sur les 3 dernières années et en 304 jours sur le dernier exercice. Le délai de paiement

Analyses de société

des clients peut sembler long, mais est dans les standards du secteur de la promotion immobilière. Pour faire face à un risque d'insolvabilité de la clientèle, nous décidons de prendre une marge de 15% sur ce montant - ce qui signifierait que 15% des acheteurs sont insolvable - et nous obtenons une valeur pour ces créances de 2,90 USD.



Les appartements et maisons en vente.

Ils représentent l'équivalent de 3,36 USD par action. La rotation moyenne de ces stocks sur les 3 dernières années a été de 273 jours et de 282 jours pour le dernier exercice. Ici encore, si le chiffre en absolue paraît élevé, il est en adéquation avec l'activité de promoteur. On ne vend pas

un appartement aussi rapidement qu'une baguette de pain. Pour prévenir d'une problématique de vente et de ristournes éventuelles, nous prenons une marge de sécurité de 30% sur ce montant. C'est un montant élevé qui doit tenir compte du fait que la société est active au Brésil sur un marché non en bulle qui est susceptible d'une plus grande volatilité des prix de vente. Ainsi, la valeur définitive retenue pour ces stocks d'immobilier est de 2,35 USD par action.

La trésorerie et les équivalents de trésorerie. Ils représentent 2,55 USD par action et nous reprenons ce montant tel quel dans notre calcul de la VMLV.

Autres créances. Elles représentent 0,43 USD par action. Nous n'avons pas de détails supplémentaires dans les comptes. Nous décidons d'appliquer à ces créances, la même marge de sécurité que pour les créances clients, soit 15%. Ce qui nous donne un montant de 0,37 USD par action.

Les **paiements en avance.** Ils représentent 0,05 USD par action et les reprenons tels quels.

Nous pouvons passer aux **actifs non courants.** Comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de l'**immobilier** et du **foncier**, en propre et par le biais d'une multitude de petites sociétés. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les valeurs historiques d'acquisitions, et la valeur des fonds propres des sociétés, nous obtenions un montant de 2,57 USD par action. Or, nous souhaitons augmenter davantage cette marge de sécurité pour prendre en compte le risque « Brésil », soit une marge de 30%. Nous retiendrons donc dans le cadre du calcul de la VMLV un montant de 2,25 USD par action.

Les créances clients à plus d'un an. Elles représentent 0,64 USD par action. Du fait de leur caractère plus risqué, car plus longues, nous préférons être conservateurs en prenant une marge de sécurité de 30%, quitte à avoir de bonnes surprises. Ainsi, nous retenons pour ce poste 0,45 USD.

Analyses de société

Autres actifs. Une mystérieuse ligne « Autres » apparaît au bilan des comptes semestriels de juin 2014 pour l'équivalent de 0,58 USD par action. Nous avons un peu plus de détails dans les comptes annuels au 31 décembre 2013. Ces autres actifs sont pour partie composés d'instruments financiers : des couvertures sur des risques de taux. Nous n'en savons pas plus au 30 juin 2014... devant tant d'incertitudes et avec la grande volatilité que peuvent connaître de tels instruments financiers, nous décidons de couper tout cela à la serpe, en prenant une marge de sécurité de 50%. La valeur retenue est donc de 0,29 USD.



trimoniale.

Actifs incorporels. Ils sont composés de Goodwill, ou survalueur, liés aux précédentes acquisitions qu'aux valeurs amorties de logiciels divers. Le montant en jeu est 0,29 USD par action. Fidèle à notre principe de valoriser uniquement les actifs tangibles, nous considérons ces actifs comme sans valeur dans notre approche uniquement pa-

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

En **hors-bilan**, sont mentionnés les litiges en cours. Nous constatons qu'il existe plusieurs risques dont les impacts financiers sont par nature difficiles à évaluer. La société indique que des provisions ont été actées et couvrent ce qu'elle estime comme risque probable. Ce qui ne couvre pas totalement de façon certaine l'ensemble des risques financiers potentiels. Nous pouvons citer les principales affaires en cours :

- « **plaintes civiles** » : il y a 11.670 actions en cours de plaignants, pour un montant potentiel de 1.103 M BRL, ou encore 2,20 USD par action. Au niveau civil, il y a également une plainte pour régularisation de passif pour une ancienne filiale qui était entrée dans le périmètre de Gafisa. Ce risque est évalué à 67 M BRL, ou encore 0,13 USD par action.

Pour l'ensemble de ces litiges, la société a provisionné dans son bilan 10% des sommes maximales en jeu.

- « **Environmental Claims** » : Sur deux projets, le Ministère Public réclame la somme de 408 M BRL, soit l'équivalent de 0,81 USD par action. Gafisa estime que les risques d'être condamné à payer sont faibles et n'a rien provisionné dans ses comptes, espérant une issue favorable.

- Et enfin, « **Labor Claims** » : ce sont l'ensemble des procès en cours à l'initiative des travailleurs. Ce sont des litiges qui résultent du déroulement classiques de l'activité de l'entreprise. Ils représentent 5.813 travailleurs (65% de travailleurs externes et 35% de salariés du Groupe) pour un montant de 193 M BRL, soit 0,39 USD par action. L'entreprise n'entrevoit pas de risque particulier sur ces litiges et a déjà provisionné 29% des sommes potentielles qu'elle encourt.

Analyses de société

Il nous est impossible de chiffrer les coûts potentiels de ces procédures en cours qui sont des risques réels, mais non certains. Pour notre calcul de la VMLV de Gafisa, en plus des provisions déjà dans les comptes, nous allons considérer que la moitié des sommes réclamées vont devoir être réglées dans un horizon proche. Aussi, nous retiendrons en passif la somme de $1.704 / 2 = 852$ M BRL ou encore 1,77 USD par action.

Nous avons trouvé d'autres éléments, tels que des *leases* pour un montant de 0,15 USD par action. Dans le cadre d'une mise en liquidation volontaire, nous considérons que la société pourra négocier ce montant et nous retranchons de notre valorisation seulement la moitié, soit 0,07 USD par action.

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

Actif courant

- + Créances clients : 2,90
- + Stock immobilier : 2,35
- + Trésorerie : 2,55
- + Autres créances : 0,37
- + Paiements en avance : 0,05

Actif immobilisé

- + Immeubles et sociétés immobilières : 2,25
- + Créances clients à plus d'1 an : 0,45
- + Autres actifs : 0,29
- + Incorporels : 0

Passif

- Total passif : -8,33

Hors bilan

- Litiges en cours : -1,77
- Leases : -0,07

Nous obtenons donc une **VMLV de 1,04 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a bien généré des résultats opérationnels positifs sur 3 exercices. Par prudence, nous préférons cependant ne pas tenter de calculer la VCB de Gafisa, car elle ne nous semblerait pas refléter l'actuelle structure du Groupe qui ne possède plus que 30% d'Alphaville et qui a également pour objectif de se séparer de Tenda. Ainsi, si la société génère quelques profits dans les années à venir, ce seront des cerises sur le gâteau.



Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours actuel de 2,97 USD, nous obtenons une décote potentielle de :

27% sur la VANE

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 5,93 USD), qui est notre valeur cible de vente, à un cours de 2,97 USD est de : +100%

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 52%

Ratio technologique = 0. La société n'effectue pas de dépenses en recherche et développement.

Bonne surprise, sur l'ADR Gafisa, il est possible de négocier des options, et notamment de vendre à découvert des options PUT.

Deux échéances semblent intéressantes, à des niveaux d'exercice - ou strike - identiques et des primes différentes :

- **Echéance du 20 décembre 2014**, strike = 2,50 USD, prime reçue = 0,20 USD

Comme vous en avez maintenant l'habitude, si nous vendions ces options PUT à découvert, nous percevons la prime et avons au 20 décembre 2014, deux possibilités :

1. Le cours de bourse de l'ADR est au dessus des 2,50 USD, et nous obtenons le rendement lié à la prime, soit 0,20 USD. Ou encore $0,20 / 2,50 = 8\%$ brut en moins de 4 mois. Soit un rendement annualisé supérieur à 24%

2. Le cours est inférieur à 2,50 USD et nous sommes alors dans l'obligation d'acquiescer les titres à 2,50 USD. Soit un prix de revient réel de 2,50 USD - la prime (0,20 USD) = 2,30 USD avant frais de commission.

A 2,30 USD, nous obtiendrons une décote de :

43% sur la VANE

Et le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 5,93 USD) serait alors de : +158%

- **Echéance du 20 mars 2015**, strike = 2,50 USD, prime reçue = 0,30 USD

Si nous vendions ces options PUT à découvert, nous percevons la prime et avons au 20 décembre 2014, deux possibilités :

1. Le cours de bourse de l'ADR est au dessus des 2,50 USD, et nous obtenons le

Analyses de société

rendement lié à la prime, soit 0,30 USD. Ou encore $0,30 / 2,50 = 12\%$ brut en moins de 7 mois. Soit un rendement annualisé supérieur à 20%

2. Le cours est inférieur à 2,50 USD et nous sommes alors dans l'obligation d'acquérir les titres à 2,50 USD. Soit un prix de revient réel de 2,50 USD - la prime (0,30 USD) = 2,20 USD avant frais de commission.

A 2,20 USD, nous obtiendrons une décote de :

45% sur la VANE

Et le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 5,93 USD) serait alors de : +169%



Ce que nous apprécions sur le titre Gafisa, c'est qu'elle possède une structure bilantielle simple avec des actifs de qualité, même si pour nous la marge de sécurité sur le patrimoine de la société n'est pas encore suffisante. Nous avons identifié qu'il est possible d'obtenir et d'augmenter les marges de sécurité par le biais des options. Le paradigme est en train de changer. Bien entendu, ce sont des hypothèses à prendre avec des pincettes car nous ne présageons jamais de bonnes nouvelles pour le futur. Néanmoins, nous attirons votre attention sur le fait que le management de la société a mis en place plusieurs leviers pour accroître la valeur de l'actionnaire. Des éléments que nous suivrons :

La mise en place d'un programme de rachat d'actions

Contrairement à de nombreux programmes qui sont votés en AG, celui-ci est effectif. Au 25 juillet, la société annonçait avoir déjà acquis 24 millions de ses actions, soit 74% du programme voté en février 2014.

La Séparation annoncée de Tenda

Ce serait une excellente nouvelle si Gafisa arrivait à se séparer de Tenda dans de bonnes conditions financières. En effet, Tenda est un foyer de pertes récurrentes pour le Groupe. Hors cette filiale, Gafisa reporterait des bénéfices plus importants. Les pertes de Tenda sont en train d'être réduites sous l'impulsion du nouveau management en place. Et il n'est pas impossible que Gafisa essaie de rendre la mariée la plus belle possible pour l'offrir à un éventuel prétendant. Les opérations semblent bien avancer puisque le 29 juillet dernier, la Brazilian Securities and Exchange Commission a autorisé de changer la catégorie de titre de Tenda en catégorie A qui permet à des titres d'être négociés sur la bourse brésilienne.

La mise en place d'un plan 2014 - 2018

A la sortie de deux exercices en fortes pertes (2011 et 2012), le management a

Analyses de société

mis en place un plan 2014-2018 qui vise plusieurs objectifs (hors celui non annoncé d'éviter de se faire virer après une division par 5 du cours de bourse en 4 ans !):

- atteindre la bonne taille critique (comprendre, « se séparer de Tenda »);
- adopter un effet de levier approprié;
- se donner des objectifs de rentabilité;
- plus généralement, allouer les capitaux de manière à créer de la valeur pour les actionnaires.

Enfin, nous souhaitons vous parler de la structure actionnariale. Le flottant de la société représente près de 70% du capital. Et le plus gros actionnaire de Gafisa est... la société elle-même avec plus de 7% des titres détenus en propre. Ce qui signifie qu'aucun actionnaire n'a le pouvoir légitime pour prendre la main sur le Groupe. Un potentiel risque pour le management, car la société pourrait être la cible d'un raider qui nettoierait l'équipe de direction si elle ne crée pas assez de valeur pour valoriser le titre à son juste niveau. Cet élément est plutôt un élément positif pour l'actionnaire, car si la société n'est pas correctement gérée, elle va attirer un frondeur qui va vouloir réveiller la valeur des actifs.

Nous gardons la société dans le viseur, car la VMLV est trop faible pour que nous achetions quelques titres. L'hypothèse de l'approche par les options pour obtenir un rabais supplémentaire, n'est pas à exclure. Peut-être sommes nous trop prudents dans ce calcul de VMLV avec nos 30% de marge de sécurité sur l'immobilier, mais nous ne sommes pas des investisseurs qui cherchent les arguments pour investir. Au contraire, nous regardons tous les aspects négatifs qui peuvent affecter durablement la valeur patrimoniale d'une entreprise. Nous cherchons tous les arguments négatifs qui vont à l'encontre de l'investissement et si malgré ces points noirs, la société continue à être décotée, éventuellement, nous en devenons copropriétaires. Dans le cas présent, une amélioration de la structure financière de la société sera un argument de poids.

Uma nação tão grande quanto o número de apaixonados por pizza numa cidade como São Paulo.

GAFISA.
1000 EMPREENDIMENTOS. UMA NAÇÃO.

A Gafisa está pronta a entregar seu próximo empreendimento. Para se sentir bem, não tem de 12 milhões de metros quadrados construídos, e janta, sem um milhão de moradores formando uma nação tão rica e diversificada quanto o próprio povo brasileiro.

Em concreto, temos mais de quatro milhões de construídos.

Acreditamos que é preciso algo além de aço e concreto para sustentar um edifício. É preciso que este seja vivo. É justamente isso que faz a Gafisa brilhar: a cada dia, grandes ideias para você viver bem.

Gafisa
Grandes ideias para viver bem

WWW.GAFISA.COM.BR

Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

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

Valeur d'Actif Net Tangible (VANT) :

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

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

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

Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB) :

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

Valeur de Mise en Liquidation Volontaire (VMLV) :

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



Avertissements!

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

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

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

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

Daubasses.com

© Tout droits réservés