

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 11
Suivi des sociétés analysées	page 13
News de nos sociétés	page 16
Analyse de la société Grenobloise d'Electronique et d'Automatismes SA	page 23
Analyse de la société Allied Healthcare Products Inc.	page 31
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 37

Edito



Le RAPP des Daubasses

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

Dans notre précédente lettre, nous vous avons promis « une fin d'année sous le signe du changement ». Après quelques modifications quant à la forme de cet édito ou la mise à disposition de nos analyses immédiatement après l'achat, vous avez pu découvrir un peu avant Noël au travers de l'achat de GEA, notre « 3e voie » vers le « Graal value ».

Cette « 3ème voie » aux cotés de l'achat d'actifs décotés (VANN et VANE) et de « diversification value » (holdings décotés et mines de métaux précieux), c'est un peu Mr Market qui nous l'a imposée. Depuis plusieurs mois, les opportunités d'acheter des actifs largement sous leur vraie valeur ont pratiquement disparu et les « chasses à la daubasse » étaient devenues de plus en plus ardues. A nos oreilles raisonnait encore [la remarque de Bill Gross](#), le « Warren Buffett de l'obligataire » qui, en résumé, expliquait qu'il était primordial que l'investisseur puisse toujours s'adapter aux conditions de marché.

Nous nous sommes alors demandés comment les illustres investisseurs « deep value » pratiquaient dans pareille situation... et c'est Walter Schloss d'abord, et Benjamin Graham ensuite, qui nous ont donné la réponse : à défaut d'actifs bon marché, eh bien... ils achetaient des bénéfices bon marché. C'est aussi simple que cela.

Edito

C'est dans cette optique que nous avons réfléchi sur une nouvelle approche qui nous permettrait d'acquérir ces fameux bénéfices. Mais vous nous connaissez, ami(e) lecteur(trice) : pas question pour nous d'utiliser une approche consensuelle du style « dog of the dow », « dividendes aristocrates » ou un *screeener* sélectionnant les sociétés à faible PER ! Non, il nous fallait une approche qui nous permette de détecter des sociétés très rentables mais dont le niveau de rentabilité n'avait pas encore été reconnu par le marché... autrement dit une « haute rentabilité cachée ».

Pendant plusieurs semaines, nous avons réfléchi à une méthode qui nous permettrait de détecter ces fameuses rentabilités cachées: nos 75 années cumulées d'expérience d'investisseur ainsi que la re-lecture des ouvrages - nous devrions dire « chefs d'œuvre » - de Benjamin Graham, Bruce Greenwald et Christopher Brown nous ont permis d'aboutir à cet objectif. Nous avons, fidèles à nos principes, « coulé » cette méthode dans un *process* strict, évitant comme toujours tout biais subjectif... et les RAPP (Rentabilité A Petit Prix) étaient nées.

Bien que depuis le début de l'aventure, nous ayons eu en permanence le souci de travailler en toute transparence avec nos lecteurs et abonnés, nous n'allons pas dévoiler précisément cette formule de calcul : nous souhaitons garder notre avantage concurrentiel et ne pas divulguer le résultat du travail de l'équipe.

Nous allons néanmoins en expliquer la philosophie.

Le travail se déroule en deux phases. La première phase consiste en une présélection : nous tentons de trouver des sociétés présentant un niveau de rentabilité minimum exigé. Ce niveau de rentabilité se calcule sur base de critères originaux, sortant des standards habituels afin que, précisément, il n'apparaisse pas au grand jour.

Lorsqu'une société répond à notre exigence de rentabilité, elle est valorisée et un objectif de cours lui est donné sur base d'une deuxième formule de calcul, tout aussi originale que la première. Ici aussi, notre objectif est de trouver une valeur qui sorte des standards habituels afin de faire ressortir des sous-évaluations qui n'apparaîtraient pas au premier coup d'œil.

Cette valorisation sera comparée avec le cours auquel on peut acquérir l'action de la société-cible et un potentiel sera ainsi déterminé. C'est ainsi que nos futurs choix d'investissement seront guidés par des critères objectifs: si le potentiel des RAPP est supérieur, nous achèterons des RAPP. Si le potentiel des VANN ou des VANE est le plus élevé, et bien... nous achèterons des VANN et des VANE.

Nous pensons ainsi qu'avec cette nouvelle approche, nous allons pouvoir nous exposer en permanence sur le meilleur des deux mondes, soit les décotes en fonction des actifs, soit les décotes en fonction de la capacité bénéficiaire.

Edito

Mais ce n'est pas tout. Si notre formule de sélection et de valorisation restera secrète, nous vous proposerons, ami(e) abonné(e), une analyse quantitative de la société. Au travers de différents ratios triés sur le volet, nous allons montrer comment, en utilisant uniquement les chiffres des rapports financiers, il est possible de se faire une idée, si pas exacte et précise, à tout le moins objective, de divers éléments touchant à la société comme la compétence de la direction, l'avantage compétitif, la solidité financière, la croissance ou... la rentabilité. Bref, nous montrerons comment se faire une idée « qualitative » avec du « quantitatif ».

Ce canevas d'analyse se veut, tout comme celui de nos daubasses traditionnelles, aussi un outil pédagogique afin de vous permettre, si vous le souhaitez, de faire vos propres devoirs, de disposer d'outils vous permettant, à vous aussi, d'évaluer objectivement une société.

Cette étude purement quantitative ne permettra pas de détecter d'éventuellement problèmes qualitatifs. Dans cette optique, nous respecterons également notre principe de diversification tout autant que pour les VANN ou les VANE : si nous avons la conviction qu'un panier de RAPP pourra probablement, sur le long terme, générer une rentabilité supérieure à celle du marché, nous sommes tout aussi convaincus que l'un ou l'autre de ces investissements, pris individuellement, pourrait « ne pas tourner comme il faut ». Comme nous l'avons fait jusqu'à présent, c'est sur l'avantage statistique que nous allons compter, pas sur nos supposées qualités de *stock-picker*.

Sans renier la supériorité de l'investissement basé sur l'achat d'actifs décotés, nous pensons qu'à défaut de pouvoir acquérir ceux-ci par la faute d'un Mr Market par trop enthousiaste, l'acquisition de flux de trésorerie à bas prix est hautement complémentaire, et est expliquée par Benjamin Graham dans les chapitres 14 et 15 de « L'investisseur intelligent » et mis en pratique également dans certaines configurations de marché par Walter Schloss et d'autres investisseurs dans la valeur de légende.

Point mensuel et flash-back annuel

Avant de revenir sur l'année 2014, qui s'est terminée dans la « semi-douleur », bien qu'en territoire positif, à +5.46%, voici pour commencer ce qui s'est passé sur le mois de décembre.

Mouvements mensuels

Après le calme du mois de novembre au cours duquel nous n'avions effectué qu'une seule opération avec le renforcement d'Encres Dubuit, le mois de décembre a vu défiler 6 opérations. En voici les détails.

Tout d'abord, nous avons acheté la société Amrep, le 1 décembre. Cette société qui présente une double casquette (multimédia côté pile et immobilier côté face) vous a été présentée dans la lettre du mois de décembre. Depuis notre

Edito

achat, le cours est resté autour de notre prix de revient de 3.88\$.

Le 5 décembre, la veille de Saint-Nicolas, nous devions jeter le gant sur Plaza Centers. Notre Hollandaise, active dans la construction de centres commerciaux dans les pays émergents d'Europe de l'Est, a eu « les yeux plus gros que le ventre » et nous dévoile une solvabilité indécente, nous obligeant à vendre, conformément à notre *process*. La perte se chiffre à 81% de notre investissement. C'est décevant, comme toujours, mais inévitable.

Le 5 décembre encore, après avoir épluché les news de notre coréenne Gravity LTD, nous apprenons que la société a acheté un nouveau jeu sous licence qu'elle s'apprête à lancer en Asie début 2015. Comme cette Coréenne cote sous la valeur de ses liquidités nettes de dettes, ce qui la fait appartenir à l'écurie très sélect des « triple net », nous décidons de renforcer la mule : nous pensons que quelque chose de bien peut arriver et ce moyennant un risque qui nous semble relativement limité.

Le 19 décembre est le jour de l'échéance de nos 14ème et 15ème émissions d'options, deux « vrais put » sur le moment car nous sommes exercés et nous devons banquer à des prix largement supérieurs au cours. La première est brésilienne et nous nous étions engagés à payer un prix de 2.50\$... ce que nous faisons donc, alors que le cours est à 1.49\$. Prime déduite, cela nous revient à 2.34\$, ce qui fait -36% dans les gencives. Ceci dit, avec des actifs nets tangibles de 5.93\$ par action, nous pensons que cette Brésilienne nous offrira un jour une plus-value nous permettant de nous offrir un billet pour le carnaval de Rio. En tout cas, Franck et le plus grand des deux Louis se sont déjà inscrit à des cours de samba qui débiteront dès la 12 janvier.

La seconde option put échue ce jour-là est Tecumseh, une américaine spécialiste des compresseurs, pour congélateurs et systèmes à air conditionné. Le 20 juin, nous nous étions engagé à payer, quoiqu'il arrive, 5\$ par action à l'échéance... ce que nous fîmes alors que le cours était à 2.53\$. L'opération, prime déduite, venait renforcer un premier achat ayant eu lieu le 9 octobre à 3.45\$. Au total des deux opérations, notre prix de revient était donc de 3.90\$, soit à nouveau 35% de moins-value latente au cours du jour de 2.53\$, de quoi vous transformer le sang en vulgaire glaçon compressé par TECU.

Mais, et oui il y a un mais, même si nous n'avons pas compris la manœuvre, trois jours après que nous ayons été exercés, le cours s'est apprécié de 47%, passant donc de 2.53\$ à 3.73\$, comme un flèche. Il n'y avait sans doute rien à comprendre, juste constater que nous étions revenus presque à l'équilibre au regard de notre prix de revient. Le comble de l'efficience des marchés! Notre dernière opération a eu lieu le 22 décembre avec l'achat de GEA, notre première RAPP achetée en 8 tranches, pour un prix de revient de 76.72€. Notre Grenobloise d'Electronique et d'Automatisme SA finit l'année tranquillement à 83.40€, toute seule dans sa catégorie.

Chronique du rappeur... hum ... du chasseur de RAPP bien sûr !

Ce mois de décembre a été exclusivement consacré à la chasse « à la RAPP », la nouvelle catégorie dont nous venons de traiter. Elles ne courent ni les rues, ni

Edito

les *screeners* qui ne les détectent pas : c'est d'ailleurs l'un de nos objectifs car nous en avons marre des « radars à copie ». Malgré l'huile de poignet et des vitamines énergisantes pour nos souris, nous avons tous frôlé la tendinite de l'index à force de clics et de fiches. 300 candidates présentes au casting pour très peu d'élues, le plus petit des deux Louis étant particulièrement maniaque sur la mensuration généreuse de la rentabilité en rapport au prix proposé. La liste est donc fringante et racée sans être très longue. Nous espérons donc vous surprendre en 2015 avec ce véritable travail de bénédictin.

Les tops et les flops, focus performance du mois de décembre 2014

Le top et flop 3 des sociétés de notre portefeuille au mois de décembre est le suivant.

Top 3

- 1° Net Net : Zoom Telephonic : +25%
- 2° Net Estate : STR Holding : +18%
- 3° Net Net : Coast Distribution System : + 9%

Flop 3

- 1° Net Net : Sport Halley : -50%
- 2° Net Estate : Gafisa SA : -34%
- 3° Net Net : Global Tech Advanced Inovation : -25%

Flash-back annuel

Chez les Daubasses, nous n'avons pas la moindre honte à commencer par nos casseroles : pourquoi aurions-nous honte d'ailleurs puisque cela s'appelle de l'honnêteté et aussi de la lucidité que d'avouer ce qui est finalement le lot de tout investisseur ? Et que nous n'y échappons pas. Voici donc les flops pour commencer et ensuite les tops des sociétés vendues en 2014.

Les casseroles de 2014

Par ordre décroissant et en euros:

- Abemarle & Bond : -100%
- Plaza Centers NV : - 80.96%
- Universal Security Instruments : -33.36%
- Alco Store : - 15.94%

En euros, ces 4 casseroles nous ont coûté une moins value de 14.301,76€ qui rapporté à la somme total du portefeuille au 31 décembre 2014, représente - 4.48%. Et Albemarle & Bond pèse à elle seule 66.16% de la moins-value !

Les réussites 2014

Par ordre décroissant et en euros:

Edito

1. Nos 4 *baggers*:

Sigmatron : +166.26%
PV Crystalox Solar : +155.53%
Hutchinson Technology : +114.20%
Electronic System Technology : +101.36%

2. Les autres:

Vietnam Holding : +84.11%
Malteries Franco-Belge : +74.33%
Blonder Tongue Laboratories : +73.55%
FFP : +68.72%
Snoozebox Holdings Plc : +37.14%
Cottin Frères : +30.52%
ADDvantage : +25.83%
Ukraine Opportunity Trust : +19.48%
Plastivaloire : +14.08%
Kinross Gold Corp : 12.47%

En euros, ces 14 réussites nous ont procuré une plus-value de 44.747,61€ représentant 14% du portefeuille clôturé au 31 décembre 2014.

Le solde net de ces 18 opérations s'élève à +30.445,85 €. Et nous constatons donc que l'avantage statistique de notre *process* reste important puisque les plus-values sont 3.13X supérieures aux moins-value sur les opérations clôturées.

Généralités sur notre portefeuille

Nous avons clôturé le mois de décembre 2014 avec 60 sociétés en portefeuille.

A ce stade, nous possédons en portefeuille 6 *baggers*. Depuis leur achat, 28 lignes affichent des performances négatives et 32 des performances positives.

Nous avons effectué en 2014, 51 mouvements d'achat et vente, contre 60 mouvements en 2013.

Sur 2014 et en fonction des devises détenues au 31 décembre, le change nous a été favorable de 4.58% sur l'ensemble.

Nous terminons l'année avec un matelas confortable de liquidités représentant 17,23% du portefeuille.

Notre performance 2014 est de 5.46% et notre benchmark, le tracker MSCI World en euros, dividendes réinvestis, est de +18.77%. Notre retard est donc de 13.31%, ce qui est important ... A titre informatif, l'indice Russel 2000 composé uniquement de *small caps* US et donc plus proche de la composition de notre

Edito

portefeuille, a généré en 2014 une performance de +3.79%.

Depuis le début de l'aventure, soit sur 6 ans et 37 jours, clôturée au 31 décembre 2014, notre performance totale est de 624,94% ou 38,34% annualisé. Pendant ce temps, notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis a généré une performance de 118,58% ou 13.67% annualisé.

Les points marquants de 2014

- La faillite d'Albemarle & Bond, même si nous attendons toujours confirmation. Et même, si notre stratégie est basée sur l'avantage statistique global de notre portefeuille, en d'autres mots que c'est inévitable dans un portefeuille de net-net et de net-estate diversifié et que le cas particulier, n'est pas pertinent. Cette perte est donc marquante sur le fait que c'est notre perte maximum autorisée par notre *process*, soit 3.33% et que c'est la première fois que cela nous arrive et aussi rapidement. Ce qui nous fait penser que nous avons peut-être été trop précipités dans nos achats et renforcements successifs sur cette valeur.
- La difficulté à trouver des sociétés décotées par rapport à leurs actifs.
- Nous pensons toujours que notre diversification dans nos mines d'or et nos extracteurs de matières premières jouera en notre faveur à un certain moment. Mais force est de constater qu'en 2014 elles ont plombé notre performance. Et nous ont fait nous interroger à plusieurs reprises sur la pertinence de notre idée sur la décorrélation.
- Enfin, après plusieurs mois d'incubation et plusieurs semaines de discussions intenses, nous parvenons à mettre au point notre catégorie RAPP, à dresser une liste et à avoir le sentiment que nous avons une arme supplémentaire pour performer dans différents types de marchés, plus encore que ce que nous l'avons fait jusqu'à présent. Cela reste bien entendu à prouver... ce que nous comptons bien faire dans les années à venir.

Enfin, nous tenons aussi à remercier tous nos abonnés, pour tous les échanges et les idées qu'ils nous ont offerts au cours de l'année écoulée.

La rubrique culturelle

Fin d'année peu inspirée sur ce mois de décembre... Juste un petit clin d'œil en démarrage : nous avons découvert que Daubasse est devenu un non commun et nous tenons à remercier Sébastien Dufil que nous ne connaissons pas... et tenons à préciser que nous n'avons jamais imaginé que notre second degré deviendrait un jour du premier degré ! Bien que dans un marché haussier tout soit permis! Et à notre goût, il manque un S, pour évoquer la diversification obligatoire. Imaginez donc un investisseur, investissant sur nos 3 casseroles 2014 avec, en prime, Albemarle & Bond. Du concentré à la Buffett, soit 4 Daubasse sans S. Naufrage assuré! Nous allons peut-être contacter Sébastien pour es-

Edito

sayer de lui faire comprendre que Daubasses c'est toujours au pluriel, que cela se consomme et dans des grandes marmites pour éviter les grosses casseroles !

<http://www.edubourse.com/lexique/daubasse.php>

<http://www.lalibre.be/economie/actualite/revivez-les-evenements-economiques-et-financiers-de-l-annee-2014-549407be3570e99724fd5c68>

<http://www.latribune.fr/entreprises-finance/banques-finance/20141120trib720cdba73/les-fintech-attaquent-les-banques-sur-leur-coeur-de-metier.html>

<http://score-advisor.com/le-crowdfunding-menace-ou-opportunit-e-pour-les-banques/>

Après ce double édito, nous vous laissons redécouvrir la première analyse d'une RAPP, à savoir GEA, mais aussi de découvrir une VANE américaine active dans le domaine de la santé.

Toute l'Équipe des Daubasses vous souhaite une bonne lecture mais également une bonne année et une bonne santé, ainsi que de très nombreuses plus-values pour 2015!

L'Équipe des Daubasses

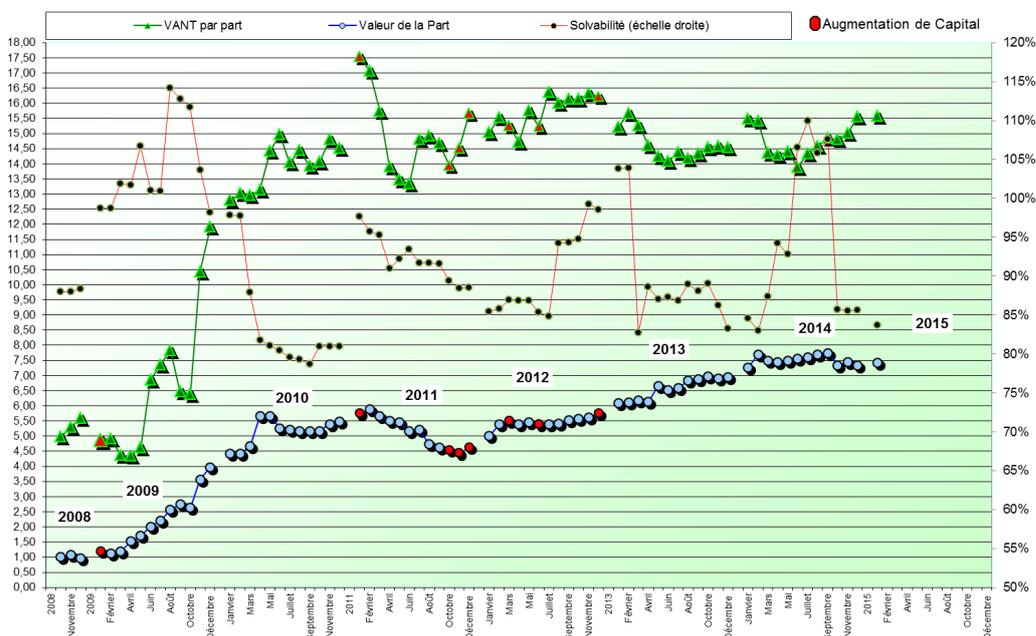


Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repères du portefeuille du club que nous jugeons dignes d'intérêt. Ils nous permettent d'avoir une idée nuancée sur notre portefeuille, et de mesurer rapidement un ensemble de paramètres, en perpétuelle évolution.

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
2 janvier 2015	
Valeur d'une Part	7,32 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,37 €
Potentiel	109,80%
Solvabilité pondérée	83,68%
3,33% Pondération Max	10.794,26 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	45,76%
Dollar Américain	33,00%
Livre Sterling	10,14%
Dollar Canadien	6,74%
Courone Suédoise	3,00%
Franc Suisse	1,36%
Variation des devises Yield	0,14%
Nombre de société vendue	100
Gain Moyen	2.266,73 €
Perte Moyenne	- 822,30 €
Société en Gain	69
Société en Perte	31
1 Euro investi a rapporté	6,14 €



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	1,33	216,28%
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%
30	GBP	APT.L	Axa Property Trust (Vendu)	37,00	0,43	06/02/13	54,50	0,70	63,14%
31	Euro	ALTEC.PA	Techniline (Faillite)	0,23	0,23	05/06/12	0,00	0,00	-100,00%
32	GBP	PLAZ.L	Plaza Centers N.V (Vendu)	47,25	0,59	08/10/12	5,80	0,07	-87,50%
Total pondéré a part égal									38,18%

News de nos sociétés



Amrep (USA) Ticker : AXR

La société signe un second trimestre, clôturé au 30 octobre, d'assez bonne facture, même si la valeur patrimoniale est en recul à 7.72\$. La valeur net-net s'établit à 4.69\$ et la valeur net-estate à 7.41\$. Les revenus sont en recul de 5%, mais les frais liés aux produits sont également en baisse de 14%. Sans compter les coût fixes, en recul de 11%. La société signe un petit profit de 0.03\$ par action, mais trois fois supérieur à celui de 2013 sur la même période qui était de 0.01\$.

Les revenus de la société sont toujours impactés par la partie services média et plus particulièrement les journaux papiers. La direction ne semble pas vouloir communiquer pour le moment, sur son ou ses plans d'actions pour le futur. Espérons que le rapport annuel viendra peut-être combler ce vide.

Avalon (USA) Ticker : AWX

La société annonce l'engagement d'un nouveau CFO ... mais, ce qui ne nous plaît pas, c'est que l'ancien CFO reste présent dans l'entreprise à un poste qui nous semble être une « voie de garage ». En tant qu'actionnaire, payer deux directeurs financiers pour une entreprise aussi petite nous semble pour le moins dispendieux et nous commençons à nous montrer impatients en nous demandant quand la direction se décidera à créer de la valeur pour les actionnaires minoritaires : il faut dire que cette société est une de nos premières VANE et que le temps commence à paraître long.

Aviat Network (USA) Ticker: AVNW

Le rapport du troisième trimestre clôturé en septembre nous montre une valeur patrimoniale stable à 1.47\$. Les ventes sont en recul de 12%, mais le coût des produits et services le sont également de 14%. On observe également un recul des frais fixe de 14%, mais aussi de la R&D de 32%. La perte finale est de 0.09\$ par action, au lieu de 0.22\$ un an plus tôt.

Voici ce que prévoit la direction pour 2015 : « *Au cours de l'exercice 2015, nous nous attendons à fournir des services de gestion en augmentation, aussi bien sur la conception de réseaux, la gestion des stocks, des services de configuration et d'entreposage finales, à certains clients dans certaines zones géographiques. Nos résultats d'exploitation pourraient néanmoins être touchés par ces nouveaux contrats de prestation de services dans la mesure où nous devons dans certains*

News de nos sociétés

cas d'abord supporter les dépenses et charge initiales, sans que les premiers revenus générés par ces contrats ne puissent couvrir entièrement ces dépenses et charges initiales. »

Sans vouloir préjuger de ce qui se passera dans le futur, nous pensons que cette information pourrait être exploitée si une chute du résultat d'exploitation était interprétée négativement par les marchés qui ne tiendraient pas compte des revenus générés par les contrats dans le futur. Cela pourrait être une occasion pour le chasseur de Daubasse de faire ses emplettes, car aujourd'hui la société cote à la valeur de ses fonds propres et ne présente donc plus la moindre marge de sécurité. Nous allons comme à notre habitude rester aux aguets.

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

Un communiqué de presse diffusé en début du mois de décembre stipule que 100% de la somme (23.958.000 EUR) sont d'or et déjà bloqués à la banque correspondante à l'offre de 5,50 EUR par action, offerte pour la prise de contrôle. Le draft de l'OPA est en cours de révision auprès de l'autorité des marchés néerlandais - Stichting Autoriteit Financiële Markten. Étonnamment, le titre continue de coter en dessous de la valeur de l'OPA à 5,30 EUR. Pour les arbitragistes, le potentiel de 3,77%, certes faible, nous semble bien rémunéré en vue d'un risque opérationnel modéré.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Brooks Macdonald Asset Management continue de se renforcer au capital de la société et détient désormais 46,41% du capital du fonds spécialisé sur l'immobilier turque.

Gafisa (Brésil) Ticker : GFA

Le cours a fortement décroché sur le mois (-24%) et nos options de vente de PUT ont été exercées puisque les cours étaient largement sous les 2,50 USD par action que nous assurons. Le fonds de gestion norvégien SKAGEN Global a baissé sa participation sous les 5% du capital, à 4,90%. Ce mouvement d'institutionnel expliquerait peut-être cette baisse importante. Enfin, pas si importante, nous sommes tout de même au Brésil, sur une place exotique...

Et pourtant, les nouvelles sont plutôt bonnes. Jugez-en par vous-même :

- le Conseil a décidé d'annuler 15.500.000 actions auto-détenues ;
- et il a décidé d'augmenter son programme de rachat sur le marché pour le porter à 10% des titres disponibles sur le marché.

Au vu des cours actuels du titre (environ 1,50 USD), alors que nous avons calculé la VANT de Gafisa à 5,93 USD par titre, nous estimons qu'acheter des actions aujourd'hui pour les annuler est l'un des meilleurs moyens pour créer rapidement et efficacement de la valeur pour les actionnaires... restants.

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

Sur 1 mois glissant, la société a accéléré son programme de rachat d'actions en rachetant 1.668 de ses propres actions, à un cours compris entre 111 et 126 EUR par action. Toujours une très bonne nouvelle, car la société a un bon historique de création de valeur pour l'actionnaire, en annulant les titres qu'elle ra-

News de nos sociétés

chète. Ces rachats semblent nous démontrer que le management et la famille majoritaire au capital estiment que le cours actuel présente une décote par rapport à la valeur réelle de la société.

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

Avec le second semestre clôturé au 30 septembre, notre techno-daube Hong-Kongaise signe un bilan plutôt encourageant. La valeur patrimoniale reste à l'équilibre à 20.16\$. Sur ces 6 premiers mois de l'année, les ventes ont bondit de 86%. Bien entendu, comme la société est tributaire du coût des produits, ces derniers ont également bondit de 90%. Les frais fixe sont en augmentation de 10%. La société signe une perte de 0.83\$, à comparer à la perte de 2.21\$ un an plus tôt sur la même période. La réduction de la perte est donc importante. Ce dont nous avait parlé le boss C.K. Sham, voici quelque mois, commence à se traduire dans les chiffres et comme toujours dans ce cas nous aimons saluer les qualités visibles de ce genre de manager. Nous aimons aussi le réalisme dont il fait preuve et la manière lucide dont il nous parle du futur, dans les quelques commentaires suivants :

« Les ventes de notre activité composants électroniques ont connu une croissance au cours du premier semestre de l'exercice 2015, avec des ventes unitaires en hausse de près de 120% par rapport à l'année précédente. Toutefois, la baisse simultanée des prix d'environ 30% ne parvient pas à compenser la hausse des ventes et pèse donc sur le résultat d'exploitation. Et ce en dépit d'une amélioration du mix produit CCM ».

« La concurrence dans le commerce électronique reste élevée, avec de nouveaux entrants sur le marché presque tous les jours. Ceci, couplé à l'instabilité actuelle de l'industrie, va nous obliger à reconsidérer tout nouvel investissement dans la production de chip-on-board (COB) ».

« Le succès futur de notre entreprise dépendra de notre capacité à attirer de nouveaux clients et à augmenter les volumes, tout en essayant d'augmenter les marges, que ce soit par la réduction de nos coûts de fabrication ou par des augmentations de prix et de l'innovation. »

Affaire à suivre.

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

La direction annonce la mise en paiement d'un dividende de 0,02 CAD. La cotation ex-dividende se fera à partir du 15 janvier 2015. Elle annonce en outre la mise en place d'un programme d'investissement important pour soutenir la croissance de la société, il est évalué à 1,75 CAD étalé sur 3 ans. Voilà qui risque de dégrader un peu la solvabilité de la société ... mais tant que la croissance bénéficiaire suit ...

HKScan (Finlande) Ticker : HK4

Dans un souci de « rationaliser les opérations, se concentrer sur le cœur de métier, d'améliorer la productivité et de simplifier et clarifier la structure du Groupe », le PDG Hannu Kottonen a annoncé la vente de l'activité « œuf » en Estonie (6,7 M EUR de CA) via son entreprise Oü Koks Munatootmine, en la cédant au danois Danish Dava Foods Holding A/S.

News de nos sociétés

La société indique, par la même occasion, avoir réalisé une opération pour devenir un actionnaire minoritaire auprès d'une éclosiers finlandaises. Par ailleurs, elle prévoit de nouveaux investissements dans une nouvelle unité de production en Finlande pour se développer dans le secteur de la volaille, l'une des priorités du Groupe afin de renforcer son leadership dans la protéines animales en Scandinavie.

Imation (USA) Ticker : IMN

Un nouveau CEO est nommé à la tête de l'entreprise. Il s'agit du docteur Geoff Barrall. Nous considérons toujours ces changements comme extrêmement bienvenus, quand la société est estampillée daubasse, car il est toujours possible que ce soit le catalyseur pour que quelque chose de bien se produise !

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Les chiffres du premier trimestre de l'exercice 2014/2015 clôt au 31 octobre 2014, annoncent de nouvelles pertes. Comme d'habitude... Les données opérationnelles sont une nouvelle fois décevantes. Des pertes récurrentes qui nous désolent du fait que le management ne distribue pas de dividende. Ce n'est pas commun de constater des pertes de -60,5 k CAD pour une activité de 165,2 k CAD représentant une marge nette de -36,6%. Un record qui n'a pas l'air d'affoler le management... car ce sont principalement des salaires qui sont payés et qui siphonnent petit à petit le trésor de guerre ! Pour un cours de l'action à 0,20 CAD, la société détient net de toute dette 0,52 CAD de trésorerie. Soit un potentiel de +155% sur cette valeur triple nette. Nous avons hâte qu'un nouveau dividende plantureux soit de nouveau distribué...

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

Comme nous l'avons noté dans la lettre du mois d'octobre de cette année, la société a fini par investir dans une nouvelle société. Elle a acquis en cash pour 400 k GBP (ou 500 k EUR) 50% de la société Stoff-Ideen-KMR GmbH. La transaction sera effective au 31 décembre 2014. KMR est un détaillant de tissus et mercerie, qui possède 14 boutiques en Allemagne, qui a réalisé 6,2 M EUR de CA et 0,4 M EUR de résultat avant impôts en 2013. La société avait au 31 décembre 2013, 0,9 M EUR de fonds propres, ses principaux actifs étant constitués de ses stocks. Sur le papier, l'acquisition semble belle puisque valorisée à 1x les fonds propres et à 4 fois les profits. De plus, les 50% restant seront détenus par l'ancien actionnaire de la société, Mr Eric Maat. De nombreuses synergies sont attendues : économies de gestion, autant dans le *sourcing* que dans la logistique.

Nous verrons, lors des prochains résultats semestriels, ce que donnera cette acquisition au niveau opérationnel.

MBL Group (UK) Ticker : MUBL.L

Le rapport financier semestriel de la société nous semble plutôt mitigé. Le chiffre d'affaires a certes augmenté de 5 %, porté essentiellement par le segment « jardin et loisir », le département « divertissement à domicile » se tas-

News de nos sociétés

sant quant à lui, pénalisé par des taux de change défavorables (il s'agit essentiellement d'une activité tournée vers l'exportation).

Même si la direction continue à faire preuve d'un enthousiasme à toute épreuve, la lenteur de la « *recovery* » et les résultats financiers plutôt mitigés ne cessent de nous interpeller : une perte d'exploitation doublée par rapport à l'exercice précédent, une perte par action de 3 GBp, une VANT à nouveau en baisse de 19 % , à 15,58 GBp, une trésorerie qui fond comme neige au soleil ... voilà de quoi nous laisser dubitatif.

Mifa Mitteldeutsche (Allemagne) Ticker : FW1

Issue finale plutôt positive pour le vendeur de bicyclettes allemand, puisque quelques jours avant Noël, le groupe familial IFA Rotorion-Holding GmbH a acquis l'ensemble des actifs de MIFA. Les emplois sont donc au moins quelque peu sécurisés. Pour les anciens actionnaires... tout dépendra du prix offert. Il ne faut pas s'attendre à des merveilles de ce côté...

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

La direction a annoncé les résultats du 3e trimestre 2014 et, pour la première fois, ils nous semblent encourageants. Le chiffre d'affaires est en hausse de 8,2 %, hausse portée notamment par le succès des nouvelles collections de la marque Natuzzi, le taux de marge brute augmente, le niveau des frais fixes diminue.

Tous ces éléments conduisent encore à une perte mais, pour la première fois depuis notre achat il y a plus de 3 ans, nous commençons à voir dans les chiffres les premiers effets des mesures de restructuration prises par la direction. Tout ceci demande évidemment confirmation. La VANT s'établit à 4,55 usd, ce qui, avec un potentiel de plus de 190 %, en fait un des potentiels les plus élevés de notre portefeuille.

Norcon (UK) Ticker : NCON.L

La direction se fend d'un « *trading update* » très enthousiaste. Elle anticipe, pour l'ensemble de l'exercice comptable, un chiffre d'affaires et un taux de marge en hausse. Elle confirme aussi que sa diversification « clients » se poursuit, rendant ainsi la société moins dépendante du marché saoudien.

Rubicon (USA) Ticker : RBCN

Voilà, c'est fait : monsieur William Weissman est nommé nouveau CEO de la direction. Bonne nouvelle donc, qui va permettre d'éclaircir la situation de la société et espérons-le, mettre en place de nouvelles stratégies.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

Notre mine « or/argent » poursuit son exploration du site récemment acquis de Marigold et les résultats obtenus semblent satisfaire pleinement la direction. 82.000 once de réserves estimées et 75.000 onces de réserves supposées ont été découvertes. Et ce qui est encourageant, c'est que ces dernières découvertes impliquent des teneurs en or supérieures à la moyenne des teneurs me-

News de nos sociétés

surées à ce jour : 1,40 grammes par tonne vs 0,51 gramme par tonne pour les découvertes précédentes.

Socfinaf (Luxembourg) Ticker : SOCFIN

Nous apprenons que diverses sociétés du groupe Bolloré ont renforcé leur participation au capital de notre planteur africain. Après l'échange d'actions Sa-facam contre des actions Socfinaf par le même groupe Bolloré mentionné précédemment, nous ne pouvons que constater que le financier français ne fait que renforcer son exposition sur cette société ... probablement pas parce qu'il estime que c'est une mauvaise affaire.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 1.971,47€ euros, en progression de 1,32% par rapport au mois passé.

STR Holding (USA) Ticker : STRI

Dans le cadre du partenariat stratégique avec Zhenfa Energy Group Co. Ltd., la société annonce la nomination de 2 directeurs supplémentaires, des Chinois, ce qui est logique.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

La société annonce avoir vendu l'un de ses hôpitaux, le Callaway à Fulton, pour 6 millions de dollars. La société va faire une perte sur cette vente d'environ 300.000 \$ après impôt et remboursement de sa dette hypothécaire.

Techniline (France) Ticker : ALTEC.PA

Avec la mise en liquidation judiciaire de la société, nous avons décidé de ne plus la suivre... mais il semblerait que la bête ne soit pas encore tout à fait morte. En effet, une fusion avec la société Unika, sans offre publique, est envisagée. La parité pour la fusion n'est pas encore connue. Il semblerait donc que tout ne soit pas encore complètement perdu pour les actionnaires de Techniline.

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Le bilan du troisième trimestre clôturé au 1er novembre nous montre une certaine stabilité de la valeur patrimoniale qui s'établit à 5.20\$, en recul sur le trimestre précédent de 2.5%. Comme très souvent, les ventes sont en recul de 10% par rapport aux neuf premiers mois de 2013. Comme toujours et depuis plusieurs années, les frais fixes sont en recul de 3.40%. La société signe une perte de 0.31\$ par action, comparée à une perte de 0.13\$ par action un an plus tôt sur la même période.

La vidéo et la musique représentent toujours 72.50% des ventes au 3ème trimestre 2014, comparé à 76% voici un an et l'on comprend donc que ces deux segments sont toujours à la base du recul des ventes de la société. Comparé au secteur électronique et aux jeux vidéo qui représentent 27.50% des ventes, au lieu de 24% un an plus tôt. Il reste donc encore du travail à la direction pour parvenir à équilibrer les segments musique et vidéo en décroissance depuis

News de nos sociétés

plus de 5 ans, par les produits électroniques et les jeux vidéo qui sont plus recherchés par la clientèle, mais qui ne pèsent pas encore suffisamment pour inverser la vapeur des pertes. Nous sommes confiants sur la capacité de la direction à mener à bien ce changement.

Au 1er novembre 2014, la société vendait ses produits dans 327 magasins.



Analyses de société

Grenobloise d'Electronique et d'Automatismes SA

(Paris, Ticker: GEA.PA / ISIN : FR0000053035)

*** Eligible PEA ***

I. Introduction



Grenobloise d'Electronique et d'Automatismes (GEA en abrégé) est une société française fondée en 1970. Elle conçoit et fabrique des systèmes de péage pour les autoroutes, les parkings, les gares, les contrôles d'accès, le télépéage.

La société vend ses produits en France bien sûr mais aussi en Europe, en Amérique Latine et dans une bonne partie des pays d'Asie.

Malgré des exportations toujours soutenues, la chute des ventes sur son marché national a entraîné un effondrement de son chiffre d'affaires pour l'année 2013/2014 (clôturé le 30/09/2014), ce qui entrainera inmanquablement une baisse conséquente de son bénéfice.

La présente analyse est réalisée au départ des rapports financiers 2012/2013 (celui de l'exercice écoulé n'est pas encore disponible) avec un cours de référence pour l'action de 73 euros.

II. Gestion

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

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	1.195.636
n-2	1.195.345
n-3	1.190.117
n-4	1.199.363
n-5	1.200.174
n-6	1.199.581
n-7	1.196.809
n-8	1.202.561

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

Analyses de société

Constat : Le nombre d'actions en circulation est relativement stable dans le temps.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	34,10%
n-2	33,10%
n-3	34,20%
n-4	32,60%
n-5	35,30%
n-6	40,00%
n-7	44,40%
n-8	43,40%

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

Constat : Le poids des frais de production et de commercialisation a tendance à se réduire dans le temps.

3. Rotation des stocks

n-1	69
n-2	107
n-3	83
n-4	98
n-5	48
n-6	75
n-7	74
n-8	75

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

Constat : La vitesse de rotation est relativement stable dans le temps.

4. Création de valeur sur 7 années

318 % ou 22,7 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmenta-

Analyses de société

tion des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de voir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.

Une rentabilité de 22,7 % créée pour les actionnaires nous semblent tout-à-fait satisfaisante.

Conclusions sur la gestion

Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est gérée de manière optimale.

III. Solidité bilantaire

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

1. Ratio courant

2,94

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



Constat : Les actifs courant de GEA sont près de 3 fois supérieures en montant que ses passifs à court terme. La liquidité de la société est donc élevée.

2. Trésorerie nette par action

43,35 euros

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

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme

1,03

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

Analyses de société

Constat : Une seule année de free cash-flow est nécessaire à la société pour rembourser l'intégralité de ses dettes à long terme.

4. Ratio de solvabilité

181 %

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

Constat : un ratio supérieur à 100 %, comme nous l'obtenons ici, signifie que rien qu'avec son cash, la société peut rembourser l'intégralité de son passif, ce qui est évidemment excellent.



Conclusions sur le bilan

GEA présente un bilan d'une solidité exemplaire qui lui permettrait de « tenir » en période de faible conjoncture mais aussi de procéder à l'une ou l'autre acquisition relative voire de racheter ses propres actions.

IV. Croissance

(nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action

n-1	11,22
n-2	8,35
n-3	7,69
n-4	7,27
n-5	5,74
n-6	2,06
n-7	0,94
n-8	-1,02

Constat : Les chiffres parlent d'eux-mêmes : la croissance a été, dans le passé, quasiment constante mais rappelons que ce ne sera pas le cas pour l'année en cours et remarquons aussi que la société a déjà généré des pertes dans le passé.

Analyses de société

2. Chiffre d'affaires par action

n	46,3
n-1	63,07
n-2	60,97
n-3	57,32
n-4	56,1
n-5	44,93
n-6	35,94
n-7	31,34
n-8	35,53

Constat : Si le rapport financier 2013-2014 n'est pas encore disponible, nous avons déjà le chiffre d'affaires sous la main. Comme vous pouvez le voir, celui-ci se tasse fortement, revenant à ses niveaux d'il y a 5 ans. Ce qui explique probablement la baisse du cours.

3. Free cash-flow par action

n-1	11,23
n-2	8,62
n-3	8,17
n-4	7,44
n-5	5,9
n-6	2,07
n-7	1,02
n-8	-1,12

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

Constat : Sa croissance est constante... mais ne perdons pas de vue sa probable baisse pour l'année en cours.



Analyses de société

4. Dividende par action

n-1	3,35
n-2	2,40
n-3	2,00
n-4	1,60
n-5	0,80
n-6	0,40
n-7	0,00
n-8	0,40

Constat: RAS

5. Marge d'exploitation

n-1	29,30%
n-2	22,70%
n-3	22,30%
n-4	21,40%
n-5	20,70%
n-6	10,60%
n-7	3,30%
n-8	-2,70%

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

Constat : Le taux de marge d'exploitation est en hausse constante, ce qui semble démontrer que GEA détient un avantage par rapport à la concurrence.

Conclusions sur la croissance

L'observation des éléments précités permet de constater que GEA a connu une croissance conséquente ces dernières années. L'évolution du taux de marge d'exploitation semble nous confirmer que la société dispose bien d'un avantage par rapport à la concurrence. Rien ne nous permet cependant de confirmer si la baisse des ventes du dernier exercice comptable est lié à un problème ponctuel (arrêt des investissements tant publics que privés en France), ni si la demande à l'international sera suffisamment forte pour relancer la croissance.

Analyses de société

V. Rentabilité

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

1. ROE

n-1	22,80%
n-2	20,70%
n-3	22,50%
n-4	42,20%
n-5	25,20%
n-6	11,50%
n-7	5,80%
n-8	-6,70%

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

Constat : En moyenne, le rendement des fonds propres de GEA a été relativement élevé.

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	3,35
n-2	3,59
n-3	3,71
n-4	3,72
n-5	3,68
n-6	2,59
n-7	2,55
n-8	0,00

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile. Ce ratio nous semble important car, même si le maintien ou non d'un dividende a un impact essentiellement psychologique, une faiblesse relativement importante peut survenir après mise en suspens du paiement de celui-ci.

Constat : Le free cash flow de GEA est, en moyenne, plus de 3 fois supérieure au montant du dividende distribué. La marge de sécurité sur le maintien du dividende nous semble donc conséquente.

Conclusions sur la rentabilité

GEA s'est bel et bien révélée une société particulièrement rentable ces dernières années.

Analyses de société

VI. Valorisation

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

1. PER 2012-2013 : 6,51 (PER moyen des 7 dernières années : 7,3)
2. Rendement dividende : 4,59 %
3. Price to book 2012-2013 : 1,5 (*price to book* moyen des 7 dernières années : 1,35)
4. Price Net cash ratio : 1,68 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe des Daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule « secrète » patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débat. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour GEA s'établit à 227,94 euros .

VII. Conclusion générale

Au cours actuel de 73 euros, nous pouvons acheter des actions GEA avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 202 %.

Avec GEA, nous avons là une société qui détient un savoir-faire certains et qui permet de profiter de la croissance des principaux marchés émergents et, notamment, de leurs besoins croissants en infrastructure. Néanmoins, son exposition au marché français demeure très forte (73 % du chiffre d'affaires) et un retour rapide à une rentabilité normative ne pourrait se faire que moyennant une reprise de l'investissement tant public que privé dans l'hexagone. Peut-être que pour ce faire, la société bénéficiera des velléités de politique *keynesienne* de la nouvelle commission européenne avec, à la clé, quelques travaux d'infrastructure permettant de donner « un peu de ventre » au carnet de commandes...



Analyses de société

Allied Healthcare Products Inc.

(Nasdaq, Ticker: AHPI / Code ISIN : US0192221085)

I. Introduction



Allied Healthcare Products est une société américaine, fondée dans les années 30, qui produit essentiellement des systèmes respiratoires utilisés aussi bien dans les services hospitaliers qu'au domicile des patients. Le siège social de la société est localisé à Saint-Louis (Missouri). 243 personnes y sont employées.

La présente analyse a été effectuée avec les chiffres des comptes trimestriels arrêtés au 30 septembre 2014. Le cours de référence est celui de la clôture du vendredi 26 décembre 2014, soit 1,59 USD et les calculs ont été établis sur la base de 8.027.147 actions en circulation.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 1,91 USD par action et l'ensemble des dettes représente 10,55 USD par action. La **valeur d'actif net-net est donc égale à 1,37 USD par action.**

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

La société détient des terrains et des immeubles constitués de :

- 242.000 pieds carrés pour son siège social et ses bâtiments opérationnel à Saint-Louis (Missouri) ;
- et de 30.000 pieds carrés pour son usine située à Stuyvesant Falls (État de New York) à laquelle il faut ajouter 16,8 acres de terrains non développés.

Ce foncier a été acquis initialement pour une somme 13.982 k USD, soit 1,74 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% sur ce montant et obtenons 1,39 USD, y ajoutons la VANN et obtenons **une VANE de 2,76 USD par action.**

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

Dans cette évaluation, nous essayons d'estimer la valeur de la société si elle était mise volontairement en liquidation. C'est-à-dire dans une position confortable de réalisation de l'ensemble de ses actifs.

Nous commençons par les actifs les plus liquides : les **actifs courants.**

Tout d'abord, les **stocks.** Ils sont composés à 70% de composants, à 24% de pro-

Analyses de société

duits finis et à 6% de produits en cours d'élaboration. Ces stocks représentent 1,19 USD par action et ont déjà été provisionnés pour 13% de leur valeur pour risque d'obsolescence. La rotation moyenne des stocks sur les 3 dernières années a été de 113 jours et de 118 jours pour le dernier exercice. Au vu de ces éléments, nous estimons une marge de sécurité de 30% adéquate pour cet actif car les produits fabriqués semblent relativement techniques et donc rapidement obsolètes. La valeur définitive que nous retenons est donc **0,83 USD par action**.



action.

Nous passons ensuite aux **créances clients**. Elles sont inscrites au bilan pour une valeur de 0,44 USD par action. La société a été payée en moyenne en 40 jours sur les 3 dernières années et à 37 jours sur le dernier exercice. 5% des créances ont déjà été provisionnées en perte. Du fait d'un délai paiement de bonne facture, nous décidons de prendre une importante marge de sécurité de 20%, et retenons ainsi **0,36 USD par**

action.

Le troisième élément de l'actif courant est la **trésorerie** et les **équivalents de trésorerie**, pour un montant équivalent par action à **0,21 USD**. Nous reprenons ce montant tel quel.

Enfin, pour conclure sur l'actif courant, nous avons un élément récurrent dans les bilans des sociétés que nous analysons : des **autres actifs** et des **actifs d'impôt**, pour un montant total de 0,06 USD par action. Sans éléments précis sur ces actifs, nous coupons la poire en deux et décidons de n'en prendre que la moitié, soit **0,03 USD par action**.

Passons maintenant aux **actifs non courants**. Comme nous l'avons vu plus haut dans le calcul de la VANE, la société possède de l'**immobilier** et du **foncier**. En prenant une marge de sécurité de 20% sur les valeurs historiques d'acquisition, nous obtenons un montant de **1,39 USD par action**.

En ce qui concerne les **machines, équipements** et le **mobilier**, même s'ils ont une certaine valeur résiduelle, du fait des pertes cumulées par l'activité il nous semble plus prudent de considérer qu'ils n'ont qu'une valeur marchande très limitée et nous décidons par prudence de les considérer comme sans valeur dans notre calcul.

Le dernier élément du bilan est constitué des **autres actifs** qui sont inscrits au bilan pour la somme symbolique de 0,02 USD par action. Là encore, au vu de la somme en jeu et pour accroître notre marge de sécurité, nous allons les considérer comme sans valeur commerciale dans notre calcul de la VMLV.

Analyses de société

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente 0,55 USD par action.

En **hors bilan**, la société évoque deux **procès** en cours.

Le premier contre Niagara Mohawk Power Corporation, pour un problème de fourniture d'électricité. Les sommes réclamées par le plaignant seraient de l'ordre de 492.000 USD. La société n'a pas provisionné ces coûts potentiels dans son bilan et estime que le risque n'est pas d'ordre à avoir une incidence importante sur la continuité de la société, que ce soit sur sa situation financière, son résultat des opérations, ou ses flux de trésorerie. Allied Healthcare Products fait appel de ces demandes de paiement du fait d'un droit spécifique plus que centenaire lié à ce terrain qui lui permet d'avoir une certaine quantité d'électricité gratuite. Le litige reposant désormais sur le fait que l'électricité serait gratuite mais pas la livraison... Nous n'en savons pas plus sur ce dossier qui a l'air juridiquement technique, mais décidons de prendre la moitié de cette somme, soit comme étant définitivement due. Si la somme n'est à l'issue du procès non reconnue comme dette, cela ne fera qu'augmenter notre marge de sécurité sur la VMLV obtenue.

Dans le deuxième procès en cours, il s'agit d'un litige contre Draeger Medical Systems pour contrefaçon de 2 brevets. Les risques financiers relevant de cette procédure ne sont pas déterminables et donc non déterminées par la société. Draeger Medical Systems demande réparations et l'impossibilité pour Allied Healthcare Products de vendre les produits concernés durant la procédure.



Nous avons également pris connaissance de l'existence d'**options** qui peuvent résulter dans la création potentielle de 460.000 actions supplémentaires. Nous n'avons pas tenu compte de ces éléments car le niveau d'exercice de ces options (à partir de 3,37 USD et jusqu'à 5,33 USD) se situe au-dessus de notre objectif de cours, la VANT qui est égale à 2,76 USD.

Enfin, la société est tenue par des **contrats opérationnels** qu'elle ne peut dénoncer - ou encore « non-cancelable operating lease agreements » dans le texte - pour un montant de 230 k USD, soit **0,03 USD par action**, que nous décidons d'ajouter à l'ensemble du passif.

Nous n'avons pas trouvé d'autres éléments d'**engagements hors-bilan**.

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

Actif courant

+ Stocks : 0,83

+ Créances clients : 0,36

+ Trésorerie et équivalents : 0,21

Analyses de société

Actif immobilisé

- + Immeubles et terrains : 1,39
- + Equipements et matériels : 0
- + Autres actifs : 0

Passif

- Total passif : -0,55
- Procès « électricité » : -0,03
- Operating leases : -0,03



Ce qui nous donne donc une **VMLV de 2,18 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société n'a publié qu'un résultat opérationnel positif (exercice clos au 30 juin 2011).

Dès lors, il nous est impossible de calculer de VCB pour Allied Healthcare Products.

VI. Conclusions

Au cours actuel de 1,59 USD, il est possible d'obtenir une décote de :

- 42% sur la VANE
- 27% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 2,76 USD) est de : **+74%**.
Si nous tenons compte des dépenses de R&D et que nous l'ajoutons à la VANT, le potentiel ressort alors à 3,08 USD, soit **+94%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **89%**.

Ratio technologique = **33%**

La société a en effet réalisé 4,22 M USD de dépenses en Recherche & Développement sur les cinq dernières années, représentant 34% de la capitalisation boursière actuelle de la société.

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

1° Quelles sont les raisons qui ont amené cette société dans la zone Daubasse ?
La réponse en est presque trop facile, tellement les éléments sont a priori évi-

Analyses de société

dents. La société (1) génère pertes sur pertes, avec (2) une capitalisation microscopique de 12,4 M USD qui passe sous la plupart des radars des opérateurs de marché et avec en prime (3) une récompense nulle pour les actionnaires historiques : pas de dividendes et un cours divisé par 3 en cinq ans.

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

A nos yeux, il existe des éléments bien réels qui, s'ils se poursuivent en l'état, peuvent amener la société dans une situation extrêmement délicate. Même si le management a annoncé vouloir réduire sa structure de coûts, notamment en réduisant le nombre des employés, si la



société continue sur sa lancée à générer pertes sur pertes au fur et à mesure des trimestres, les actionnaires foncent droit dans le mur. Le temps n'est donc pas forcément l'allié de l'actionnaire si aucun changement n'est réalisé dans les plus brefs délais. La société n'est pas viable à moyen terme sur la stratégie qui est actuellement menée.

L'autre élément à ne pas ignorer est le fait que Allied Healthcare Products intervient sur un marché concurrentiel où la technologie joue un rôle primordial. Comme le témoigne l'un de ses procès en cours sur l'utilisation de brevets, la course à la technologique peut non seulement être dévastatrice en terme de coûts, mais elle peut également mener la société à sa perte si un mauvais virage technologique est pris. Pis, la société peut être dépassée par l'un de ses concurrents et se retrouver du jour au lendemain hors course.

3° Quel pourrait être le ou les catalyseurs, pour faire sortir cette société de l'ornière ?

La société a déjà racheté en 2012, 94.139 de ses actions à un cours moyen de 2,54 USD et a de nouveau procédé à un rachat de 3.100 actions à un cours moyen de 2,69 USD. Au-delà des montants qui sont plutôt symboliques, nous pouvons retenir deux éléments.

D'abord, que la société rachète ses actions pour les annuler à un cours bien supérieur au cours actuel. Ce qui semblerait signifier que le management estime la juste valeur de la société à un cours bien supérieur au cours actuel. Deuxièmement, cela indique que la société cherche à créer de la valeur pour l'actionnaire de la façon qui nous sied le plus : par le rachat d'action et non par le dividende, fiscalement moins avantageux. Qui sait, cela pourrait être une sortie possible pour l'actionnaire, si le cours proposé est élevé ou alors un moyen de créer de la valeur si le cours de rachat est faible pour l'investisseur qui garde ses titres.

Un autre élément intéressant est que la société n'a aucune dette financière. Si le management avait la bonne idée de réaliser quelques uns de ses biens immobiliers, cela créerait automatiquement de la valeur pour l'actionnaire, car les

Analyses de société

sommes issues de la vente pourraient être directement distribuées, sans passer par la case « remboursement de la dette ».

Enfin, même si l'activité semble en perte de vitesse (le chiffre d'affaires a baissé de plus de 20% en 4 ans), nous remarquons que les dépenses de R&D subsistent à un niveau important proche de 1 M USD par année (hormis pour 2014 avec 0,7 M USD de dépenses). Ce qui pourrait indiquer que la société a développé des produits, soit à haute valeur ajoutée, soit qu'elle agit dans un secteur concurrentiel qui lui oblige de consacrer des sommes conséquentes en recherche juste pour se maintenir à niveau. Dès lors, si la rentabilité continue de végéter à des niveaux abyssaux (pertes récurrentes depuis 4 ans), il se pourrait bien que la société devienne la cible d'un autre acteur du secteur qui mutualiserait ainsi ses coûts incompressibles, notamment en R&D. Les économies d'échelle joueraient à plein.

N.B. : le titre a flambé de +22% le 31 décembre sans raison particulière. Enfin, si, mais alors ce serait une mauvaise raison... Il semble qu'il y ait une confusion par certains acteurs du marché sur une multitude d'acquisitions en cours ayant pour cible la société « Alliant Health Solutions » qui n'a rien à voir avec « Allied Healthcare Products »...



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