

Investir Intelligemment



Sommaire

Edito	page 3
Portefeuille	page 8
Suivi des sociétés analysées	page 10
News de nos sociétés	page 11
Analyse de la société Bell AG	page 19
Analyse de la société O2 Micro International Ltd.	page 27
Pour mieux appréhender « les Daubasses »	page 33

Edito



Janvier 2015, un mois de paradoxe angoissant !

C'est un mois étrange qui vient de se clôturer. D'une part la performance de notre portefeuille de +5.52% sur le mois et des marchés en général est excellente... C'est même plutôt la fête. Mais de l'autre, et c'est là le problème, on ne comprend pas vraiment ce qui justifie la fête. Un Moyen-Orient à feu et à sang qui exporte du terrorisme en Europe, des tensions armées et peut-être plus entre Russes et Ukrainiens, un chômage qui s'aggrave dans plusieurs pays européens, des perspectives difficiles pour la zone Euro avec le problème Grec qui, après être sorti par la porte, revient par la fenêtre, un ralentissement économique en Chine, une Russie au bord du défaut de paiement, le Brésil en plein naufrage, « black swan » sur le franc suisse qui va mettre en difficulté les citoyens d'Europe de l'est ayant emprunté précisément en francs suisses et qui pourrait fragiliser les banques européennes actives dans ces pays, ...

Avouez que cette arrière scène n'est pas propice à la fête...

Et pourtant, un certain Draghi de Francfort vient de décider que tout ceci n'avait pas de sens et que l'arrière-plan de la scène sera recouvert d'un immense « TIFO » aux couleurs chatoyantes, décoré d'un ciel bleu, d'une mer calme, de sable blanc et de cocotiers luxuriants. Bref, tout ce qui vous empêchera de déprimer : « flash pub » vous recommandant de vous amuser, un « open bar » plein de cocktails parfumés, des « buffets » de rendements appétissants et simples à capter, une sono qui « monte le son », basses « à donf » et DJ déchaînés qui se relaient pour que vous viviez cette fête de l'intérieur entre amis, que rien ne vous perturbe. En un mot comme en cent : vous serez les rois !

Edito

En réalité, nous sommes aussi partie de cette fête, cher(e) lecteur(trice) : nous sommes investis sur les marchés à 83%... mais nous sommes aussi bien conscients que c'est une fête « pipo clowno » et nous avons aussi décidé de ne pas passer au bar (de toute manière il n'y a pas d'Orval) et de « bouter » dans notre coin avec des boules *Quiès* dans les oreilles pour rester concentré sur notre travail qui consiste à détecter nos cibles avec « ultra précision », un peu comme ces snipers des forces spéciales équipés de lunettes optiques et couchés à plat ventre des heures entières, redoublant d'attention à chaque seconde.

Au niveau du portefeuille, ce sont principalement nos mines de métaux précieux qui ont tiré la performance globale vers le haut, mais également des sociétés comme Hammond Manufacturing (+ 23.08%), Matica Technologies (+19.06%), Avalon (+19.08%), Tecuseh (+14.56%)... Sur les 60 lignes du portefeuille, 37 sont en hausse et 23 sont en baisse.

Mouvements mensuels

Nous avons effectué 4 mouvements en ce mois de janvier.

Le premier sur la Suisse Bell AG, le 8 janvier, soit 7 jours avant l'envolée du franc suisse.

Depuis cet achat, Bell a chuté de 7.71 % en francs suisses mais est en positif de 6.08% en euros. Nous ne pensons pas qu'à terme la société aura des ventes fortement impactées par le change car comme vous pourrez le lire dans l'analyse, 68 % de ces ventes sont réalisés en Suisse, et une partie des ventes hors de Suisse est, sur le plan devise, compensée par des achats également hors Suisse.

Notre second mouvement, c'est la vente de Hyduke Energy qui devient notre quarantième *bagger* : nous avons multiplié notre investissement par x2,05 en 273 jours.

La vente a eu lieu le 12 janvier. Nous vous avons parlé dans l'édito précédent de cette curiosité allant à contre-courant complet du secteur pétrolier dans lequel elle est active. Ceci renforce l'idée que nous avons, que les net-net et net-estate sont des électrons libres, bien plus imperméables au marché qu'on ne le croit généralement et dont l'évolution du cours dépend essentiellement de ce qui se passe au niveau de la société.

Ensuite, nous avons vendu Coil, le 14 Janvier, notre premier *bagger* belge et donc, notre quarante et unième *bagger*. Nous avons multiplié notre investissement par x2,15 en 791 jours soit 2 ans et 2 mois.

Nous nous rappelons à cette occasion que nous avons de gros doutes sur le management de la société : celui-ci était coutumier d'annonces et de projets plus enthousiastes les uns que les autres ... mais souvent restés sans suite.

Enfin, nous avons renforcé Deswell, notre chinoise de Macao, dont le dernier rapport financier semble laisser entrevoir un management de qualité, mais aus-

Edito

si des nouveaux produits. Plus de détails dans les News...

Bien sûr, ce qui nous a profondément intéressé avec Deswell, c'est la décote de la société mais aussi son cash. Nous rappelons aussi que cette société paye un dividende trimestriel depuis que nous la possédons en portefeuille. Sur notre premier investissement de 2 638.57€ le 3 mars 2012, nous avons encaissé un montant net de frais et de double taxation de 514€, soit 19.48%. Il y a eu plusieurs dividendes spéciaux dans cette série de dividendes. Nous avons donc renforcé la société en achetant 2 100 actions supplémentaires pour la somme de 3 517.61€. Cette opération nous permet d'abaisser notre prix de revient net de frais de 2.35\$ à 2.03\$, soit de près de 14%.

Le coin du Chasseur

Durant ce mois de janvier, nous avons principalement chassé les net-net et net-estate. 4 cibles potentielles ont été ajoutées à nos listes. Nous avons passé au crible le secteur parapétrolier et gazier en déconfiture complète, sans pouvoir trouver de société avec des actifs fixes importants autres que de la ferraille (tuyauterie, pompe, parfois bateau, plate-forme, etc.) souvent fortement endettées et nous n'avons finalement trouvé aucune société correspondant à nos critères. Paradoxalement, nous avons croisé quelques technos alors que rien ne laisse penser, pour le moment du moins, que ce secteur est en difficulté.

Globalement, par rapport aux 3 mois précédents, cette chasse de janvier avec 4 cibles potentielles est excellente, ce qui en dit long (!) sur ce que nous avons trouvé les mois précédents.

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

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

Top 3

- 1° Diversification Value : Argonaut Gold : +35.52%
- 2° Diversification Value : Dundee Precious Metal : +30.66%
- 3° Net Net : Sport Halley : +25%

Flop 3

- 1° Net Estate : STR Holding : -61.31%
- 2° Net Net : Zoom Telephonics : -28%
- 3° Net Net : BFS Entertainment & Multimédia : -19.23%

Edito

Généralités sur le portefeuille

Alors que durant le mois les mois de janvier 2012, 2013 et 2014, nous avons effectué 7 mouvements et même 8 en 2011, nous nous sommes limités à 4 mouvements au cours du mois écoulé.

Historiquement sur 6 ans, de 2009 à 2014, le mois de janvier est le meilleur mois de l'année avec une performance moyenne de 9.67% pour le portefeuille du club. Janvier 2015 est donc sous cette moyenne avec 5.52%.

Si l'on tient compte des achats et des ventes de ce mois, nous avons une augmentation nette des liquidités de 6 327.34€. Les liquidités totales sont de 55 152.04 €, en augmentation de 12.76% par rapport à fin décembre 2014 et pèsent fin janvier, 16.36% du portefeuille. Nous avons donc vendu pour une somme totale de 13 698.30€ et acheté pour une somme totale de 7 370.96€.

Nous avons aussi mis en place un suivi par catégorie du portefeuille, afin de pouvoir observer quelle poche performe le plus et laquelle performe le moins.

Cela nous permettra de voir par exemple si les RAPP tiennent l'objectif fixé, de tirer la performance du portefeuille dans un marché haussier mais également, quand cela se présentera, quelle catégorie sera la plus impactée par une baisse des marchés. C'est donc un calcul indicatif de l'ensemble de la catégorie calculé en euro, avec retrait ou ajout des ventes ou des achats que nous vous proposons dorénavant.

Sur ce mois de janvier, voici donc les performances par catégorie :

- 1° Diversification Value : +9.51%
- 2° Net-Net : +5.01%
- 3° Net-Estate : +3.86%
- 4° RAPP : +0.27%

Nous voyons donc que la diversification value, grâce à nos minières, tire le portefeuille vers le haut, suivi des Net-Net.

La rubrique culturelle

Vous découvrirez dans cette rubrique nos trois articles préférés du mois : une analyse sans concession du *quantitative easing* européen par Jean-Pierre Chevalier, une compilation des truculentes citations de Sir Winston Churchill à l'occasion du 50e anniversaire de son décès et enfin la preuve que la Chine a déjà dépassé le statut d'atelier du monde pour entrer dans celui des avancées technologiques.

[Monétarisme : US QE / Marioles de la BCE](#)

Edito

[Les 10 meilleures répliques de Winston Churchill](#)

[Le premier immeuble en 3D est chinois](#)

Nous vous laissons découvrir le contenu de notre lettre avec deux analyses, celle de Bell AG, la société suisse active dans la viande et les salaisons, et une société technologique de Taiwan digne du plus grand intérêt.

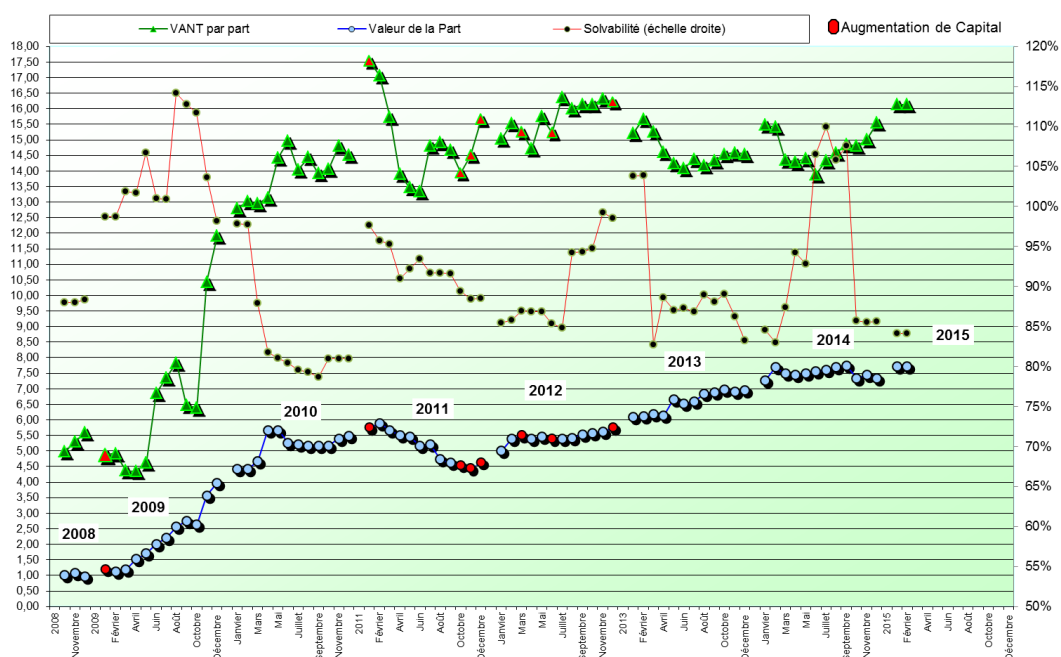
L'Equipe des Daubasses



Portefeuille

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

Portefeuille Daubasse	
Points de Repère	
31 janvier 2015	
Valeur d'une Part	7,32 €
Valeur des Actifs Net Tangible	15,30 €
Potentiel	108,85%
Solvabilité pondérée	84,16%
3,33% Pondération Max	11.228,76 €
Nombre total de positions	59
Répartition des Devises	
Euro	44,15%
Dollar Américain	34,26%
Livre Sterling	10,33%
Dollar Canadien	5,40%
Courone Suédoise	3,07%
Franc Suisse	2,78%
Variation des devises Yield	
	2,96%
Nombre de société vendue	102
Gain Moyen	2.308,33 €
Perte Moyenne	- 822,30 €
Société en Gain	71
Société en Perte	31
1 Euro investi a rapporté	6,43 €



Portefeuille

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

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

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

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Net	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Société Net Estate	Rendement en €	% du portefeuille
3	0	3	3016%	Sport Haley Inc	-86%	0,02%	3	2	5	234%	Avalon	47%	1,58%
1	3	4	66%	Coast Distribution System	86%	3,17%	1	0	1	5629%	Bodisen Biotech	-94%	0,02%
2	0	2	195%	Taitron	3%	0,49%	3	2	5	411%	Exacompta - Clairefontaine	-19%	1,58%
0	2	2	50%	Trans World Entertainment	463%	1,23%	0	3	3	63%	Gevelot	371%	4,35%
0	2	2	25%	Leeds Group Plc	135%	2,75%	3	2	5	179%	Irce	33%	1,20%
3	3	6	220%	Vianini Industria	-3%	2,75%	2	2	4	165%	Natuzzi	-20%	1,75%
2	0	2	133%	Jemtec	-72%	0,19%	0	2	2	43%	Crown van Gelder	19%	2,49%
3	0	3	252%	BFS Entertainment&Multimédia	-53%	0,53%	3	3	6	91%	Peel Hotels	152%	4,02%
1	1	2	83%	MBL Group	17%	0,84%	3	0	3	513%	Ceramiche Ricchetti	42%	1,47%
3	1	4	350%	Asian Pacific Wire & Cable	-1%	2,62%	3	1	4	95%	Panaria Group	37%	2,12%
3	1	4	190%	Deswell Industries Inc	-1%	1,75%	1	3	4	81%	Loeb Holding	27%	1,52%
3	0	3	203%	Vet Affaires	-16%	1,57%	1	1	2	24%	Hammond Manufacturing	110%	1,62%
1	2	3	80%	Velcan Energy	5%	0,47%	3	0	3	157%	Encre Dubuit	-2%	1,85%
3	1	4	464%	Global Tech Advanced Inovation	-21%	0,77%	3	1	4	299%	Dover Downs Gaming	-14%	1,61%
0	0	0	58%	Zoom Telephonics	41%	0,19%	3	0	3	147%	I Grandi Viaggi	28%	1,15%
0	1	1	46%	Norcon Plc	52%	1,92%	1	3	4	57%	SunLink Health System	54%	2,93%
0	0	0	0%	Albemarle & Bond	0%	0,00%	3	1	4	342%	STR Holdings inc	-52%	0,24%
3	1	4	177%	Matica Technologies	-15%	1,63%	0	2	2	20%	Skyline Corp	69%	1,67%
3	0	3	222%	Gravity Corp Ltd	-19%	1,58%	3	1	4	176%	Tecumseh Product	0%	1,97%
3	2	5	98%	Emerson Radio	-27%	0,55%	3	0	3	140%	Signaux Giron	-3%	0,93%
							3	1	4	105%	Amrep Corp	6%	1,72%
							3	0	3	315%	Gafisa S.A.	-34%	0,75%
Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Diversification Value	Rendement en €	% du portefeuille	Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	RAPP	Rendement en €	% du portefeuille
2	1	3	82%	Eastern European Property	0%	0,73%	3	2	5	192%	GEA	2%	0,95%
2	0	2	100%	Elephant Capital Plc	-43%	0,08%	3	3	6	174%	Bell AG	6%	1,26%
0	2	2	13%	Luxempart	39%	1,43%							
3	2	5	124%	Dundee Precious Metal	-41%	1,88%							
0	2	2	-7%	Investor AB	128%	3,07%							
0	3	3	14%	Sofragi	33%	0,85%							
1	2	3	49%	(ADR) First Pacific Ltd	5%	1,26%							
1	3	4	32%	(ADR) Jardine Stratégic Ltd	20%	1,41%							
1	2	3	48%	Silver Standard Ressource	13%	0,65%							
3	1	4	131%	Argonaut Gold	-51%	0,66%							
0	2	2	10%	Sprott Ressources Corp	-41%	0,53%							
0	2	2	-5%	(ADR) Henderson Land Ltd	65%	1,41%							
1	1	2	44%	Socfinaf	-7%	1,01%							
3	0	3	147%	Alamos Gold	-35%	0,67%							
2	2	4	77%	Great Eagle Holdings Ltd	7%	1,07%							
1	2	3	40%	Symphony International Holdings	21%	1,19%							

Suivi des sociétés analysées

Nous vous proposons ci-dessous le suivi des sociétés analysées dans nos précédentes lettres et pour lesquelles nous n'avons pas encore procédé à un achat. Ce tableau synthétique vous permettra de suivre au fil des mois l'évolution de ces sociétés « hors portefeuille » que nous avons mises sous étroite surveillance.

Potentiel	Risque	Notation	Potentiel Estimé	Hors Portefeuille
0	2	2	80%	Paradise Inc
1	3	4	39%	AKER -A-
2	2	4	122%	Vianaini Lavori

News de nos sociétés



Alamos Gold (Canada) Ticker : AGI

La direction de la société explique, dans son rapport de production 2014, que les volumes produits ont été en deçà des prévisions en raison de la saison des pluies plus fortes qu'envisagée. Les coûts d'extraction pour 2014 sont évalués entre 700 et 740 usd l'once.

Pour 2015, la direction anticipe des coûts de production d'environ 865 usd l'once. En ce qui concerne les principaux actifs du groupe, les mines turques, l'entreprise est toujours en attente de diverses autorisations. A notre avis, la levée de ces incertitudes administrativo-juridiques permettra à la vraie valeur de la société d'éclater au grand jour.

Argonaut (Canada) Ticker : AR.TO

Dans son rapport de production 2014, la direction annonce que la société a connu une année record en termes de volume de production. Pour l'année 2015, la société anticipe des coûts d'extraction compris entre 750 et 800 usd l'once pour le site d'El Castillo et entre 600 et 650 usd l'once pour le site de La Colorada.

A San Augustin, toujours pas en exploitation, nous avons eu droit à une bonne surprise : la découverte de ressources supplémentaires qui triple les réserves de minerais envisagés jusque-là sur ce site. Nous attendons avec impatience les rapports financiers et d'exploration afin de mettre à jour la juste valeur de nos mines d'or et d'argent.

Asia Pacific Wire & Cable (Taïwan) Ticker : APCW

Lors de la publication du rapport financier du 3e trimestre, nous apprenons que notre producteur de câbles taiwanais a légèrement augmenté ses ventes, de 0,7 %. Le bénéfice net, par contre, s'effondre passant de 0,28 USD à 0,02 USD par action. La direction espère une reprise de ses activités en Thaïlande : même si l'incertitude reste forte, il semble que la stabilité politique soit revenue dans ce pays. Nous apprenons aussi la conclusion d'un contrat public important pour lequel le début des livraisons était prévu en janvier 2015.

BFS Entertainment (USA) Ticker : BFS

Les comptes du 1er semestre (clôturé le 1er novembre) sont à nouveau mitigés. Les ventes sont en baisse de 20 % et le léger bénéfice de l'année dernière s'est

News de nos sociétés

transformé en une perte de 0,02 CAD par action et, mécaniquement, la VANT baisse à 0,37 CAD par action. La direction nous explique ... qu'en réalité, le comparatif est mauvais : c'est l'année précédente qui était particulièrement bonne et pas celle-ci qui est médiocre !!! Elle nous dit aussi que l'essentiel des ventes étant réalisés sur le second semestre, une clôture de l'exercice à l'équilibre peut toujours être envisagée.

Mais ce n'est pas tout : une mauvaise nouvelle n'arrivant jamais seule, nous apprenons que BFS va fusionner avec un autre acteur du secteur, un certain Monte Cristo International Entertainment. Ce qui aurait pu être une bonne nouvelle se transforme en cauchemar pour les actionnaires car la fusion va se faire par l'émission de nouvelles actions BFS qui seront offertes aux actionnaires de MCIE.

Le pire, c'est que cette opération ressemble à une OPA déguisée puisque la nouvelle entité s'appellera Monte Cristo, que les anciens actionnaires de BFS n'auront plus que 45 % du total et que le conseil d'administration comptera une majorité d'anciens dirigeants de Monte Cristo et tout ça, sans que Monte Cristo en paie le prix.

Le seul point positif que nous voyons dans cette opération, c'est le fait que la liquidité de la société va probablement augmenter du fait de l'augmentation du nombre d'actions en circulation. Y en a-t-il un autre ? Nous n'en savons rien : Monte Cristo n'étant pas cotée et ne publiant pas de rapport financier, nous ne savons pas si les actifs qui seront apportés dans la nouvelle entité seront relatifs pour nous, actionnaires « historiques » de BFS. Vu la manière dont la prise de contrôle se réalise, nous avons un certain doute ... mais nous ne demandons qu'à être démentis.

Coast Distribution Systems (USA) Ticker : CRV

La société a signé un contrat avec le plus grand revendeur de véhicules récréatifs des Etats-Unis pour la fourniture de pièces et accessoires. Voilà qui va peut-être doper les ventes et permettre au chiffre d'affaires d'atteindre la masse critique suffisante pour générer des profits stables à long terme ?

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

Cela fait maintenant plus de 3 mois qu'une offre à 5,50 EUR par action a été déposée par Andlinger. Les actionnaires pourront apporter leurs titres à cette offre 100% en cash à compter du 29 janvier 2015, et prendra fin le 27 mars 2015. Nous apportons nos titres à l'offre.

Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL

Le premier semestre clôturé au 30 septembre 2014 nous montre une valeur patrimoniale en très léger recul, à 5.39\$. La valeur net-net est de 2.96\$ et la valeur net estate de 4.65\$. Les ventes de ce premier trimestre sont en recul de 17%, en quasi synchronisation avec le coût des produits en recul aussi de 18%. Nous notons que les frais fixes sont également en recul de 18%. Au final, la société signe une perte de 0.10\$, au lieu de 0.18\$ sur la même période en 2013. Nous notons aussi que la société dispose de liquidités et de placements court terme d'une valeur de 2.28\$, pour un cours de 1.76\$ au moment où nous rédi-

News de nos sociétés

geons ces news. Avec un endettement total de 0.80\$, nous ne sommes plus très loin de la triple net.

Voici les quelques commentaires du CEO Edward So: « *Au cours du trimestre, nous avons maintenu notre attention sur la réduction de nos dépenses en vue d'améliorer notre efficacité opérationnelle. Nous avons également travaillé à renforcer nos équipes de vente et d'ingénieurs afin de mieux positionner la société par rapport à la concurrence. Nous avons également pu observer une augmentation de l'activité de plusieurs de nos clients. Comme nous collaborons avec nos clients sur la conception et le développement de nouveaux produits, l'introduction du produit et du cycle de vente correspondants sont devenus plus long. Néanmoins, nous sommes heureux d'avoir ces possibilités de développement en cours et croyons que ces nouveaux produits apporteront une contribution positive à nos marges* ».

Nous avons le sentiment que le marché, n'a toujours pas fait la différence entre la Chine capitaliste et insulaire de Macao dans ce cas, et la Chine post-communiste continentale corrompue. Mais nous voyons quand-même sous nos yeux, traduit en chiffres, le travail effectué par la direction de Deswell dans un environnement très concurrentiel. Nous avons le sentiment qu'avec un potentiel estimé de 206% à ce cours, mais également avec la solidité financière de la société et ses liquidités, que le couple potentiel / risque est assez intéressant, sans compter que la société déroule principalement ses activités en Asie.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Le titre est au rebond, puisque sur le mois de janvier, il progresse de plus de +30%. Deux explications à cette hausse. Premièrement, l'once d'or qui retrouve ses plus hauts de presque 6 mois, avoisinant les 1.300 USD. Et deuxièmement, la production annuelle qui ressort en ligne avec les précédentes estimations du management.

Nous en saurons plus au niveau des résultats annuels pour 2014 dès le mois prochain. Nous ne nous attendons d'ores et déjà pas à des miracles, puisque les cours de l'or ont été en moyenne plus faibles sur la seconde partie de l'exercice, même si un rebond a commencé en fin d'année. Nous observerons avec attention les niveaux de trésorerie, les dépenses en investissements réelles et prévues, ainsi que sur les coûts d'extraction. Enfin, les prévisions du Groupe pour 2015 serviront de fil rouge pour les résultats à venir.

Eastern European Property (UK) Ticker : EEP

Selon une étude du *think thank* américain Brookings Institut sur l'augmentation du taux d'emploi et la croissance du PIB par habitant par ville en 2014, la Turquie ressort grande gagnante, puisque sur les 300 villes étudiées de par le monde, elle réussit le record de placer 4 villes dans le top 10 : Izmir, Istanbul, Bursa et Ankara.

Le titre n'en a que faire, puisque le cours végète à 63 GBP alors que le management a communiqué sur une NAV (valeur nette des actifs) par titre à 101,66 GBP au 30 juin 2014. La décote atteint 38% alors que le fonds spécialisé sur la Turquie est en train de vendre ses actifs un par un pour redistribuer le cash à ses actionnaires.

News de nos sociétés

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Notre première RAPP historique nous a présenté son rapport financier 2014, arrêté le 30/09. Comme anticipé, les résultats ne sont pas excellents : le chiffre d'affaires baisse de 25 % et le bénéfice net de 40 %.

Le carnet de commandes au 30/09 est en légère diminution également, de 3,7 % par rapport à l'année précédente, et il couvre une année de vente. 48 % de ce carnet de commandes sont tournés hors de France, ce qui pourrait permettre à la société de profiter de la faiblesse de l'euro ... mais aussi des mesures de QE européens qui pourraient bien relancer les investissements sur la zone.

Sur base de ces nouveaux chiffres, notre « modèle » a revu légèrement à la baisse la juste valeur de GEA, à 204,69 euros contre 227,94 euros précédemment.

Gravity Corp (Corée du Sud) Ticker : GRVY

Notre équipe de Séoul semble continuer à enfoncer le clou, après avoir acheté une licence fin 2014 qu'ils s'apprêtent à lancer dans 18 pays d'Asie en 2015. Nos Coréens préférés viennent de vendre une licence non exclusive sur la Chine, au groupe de Shanghai « Dream Square », de leur jeu mythique le *Ragnanok 2*.

Nous ne sommes pas loin de penser que l'année 2015 pourrait être l'année de Gravity Corp!

HKScan (Finlande) Ticker : HK4

Comme annoncé le mois dernier, le Groupe a restructuré son activité au Danemark. Résultat des courses, les effectifs sont réduits de 88 salariés. L'ensemble des coûts de rationalisation et de modernisation de l'outil industriel s'élèvent à 1,6 M EUR, et sont déjà comptabilisés sur le quatrième trimestre 2014, pour un gain estimé en année pleine de 5 M EUR. Les effets positifs devraient commencer à porter leurs fruits dès le second trimestre 2015.

I Grandi Viaggi (Italie) Ticker : IGV.MI

L'exploitant italien de villages de vacances nous annonce le futur regroupement des actions de la société, à raison de 10 pour 1 mais, surtout, ce qui nous plaît moins, c'est que le conseil d'administration va demander à l'Assemblée Générale le pouvoir de procéder à des augmentations de capital. Et si on lit attentivement le communiqué, on comprend que la direction a bien l'intention de se servir de cette autorisation dès qu'elle en disposera.

Leeds Group PLC (UK) : LDSG.L

La société anglaise a publié ses résultats semestriels arrêtés au 30 novembre 2014. Comme déjà maintes fois évoqués par le management, ils sont d'un très bon niveau. Le CA est stable à 18,6 M GBP (+0,6%) et le résultat opérationnel en hausse de +4,3% à 1,1 M GBP par rapport au premier semestre du précédent exercice. Après prise en compte des taxes et des effets de change, le bénéfice double et atteint 0,5 M GBP. Nulle doute que ce management habile que nous avons déjà par le passé qualifié de « non daubasse » aux commandes d'une daubasse peut continuer à nous surprendre... dans le bon sens. Et nous n'atten-

News de nos sociétés

dons pas moins de leur dernière prise de participation à 50% dans une entreprise allemande, dont nous parlions le mois dernier (Stoff-Ideen-KMR), qui semble être une société rentable.

The LGL Group (USA) Ticker : LGL

La filiale de la société MtronPTI, leader dans la précision de contrôle de fréquence, annonce un nouveau produit : la série XO5123, ultra-faible bruit en phase OCXO pour répondre aux besoins de plus en plus importants en bande passante Internet pour la téléphonie mobile et l'aviation.

Loeb Holding (Suisse) Ticker : LOEP.SW

Avec notre participation dans la société suisse Loeb Holding, nous avons une double satisfaction, puisque le titre n'a pas vacillé suite à l'annonce de la Banque Nationale de Suisse courant janvier, qui a engendré une hausse de +20% du franc suisse (CHF) par rapport à l'euro... Et le cours n'ayant pas chuté, la position, en euros, dans notre portefeuille progresse donc de +20%. Ce « non effet » sur Loeb nous semble rationnel, puisque la société est suisse et vend en suisse à des clients suisses. Nous sommes donc dans un microcosme totalement CHF.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

Nous apprenons que la holding luxembourgeoise a acquis les titres que détenait la BIL (Banque Internationale de Luxembourg) dans son capital. Ce n'est pas moins de 10 % de son capital propre qu'acquiert ainsi, à 31 euros (c'est-à-dire avec une décote d'un bon 30 %) cette société patrimoniale luxembourgeoise. Par cette acquisition d'actions propres sous sa juste valeur, mécaniquement, la valeur intrinsèque de la holding va se retrouver rehaussée. Mais il y a peut-être mieux ...

Souvenez-vous de ce que nous vous avons expliqué lorsque Foyer Finance a racheté tous les titres des assurances Le Foyer en circulation, à l'exception de ceux détenus par Luxempart (le raisonnement est détaillé dans les news de notre lettre de juin 2014).

En résumé, nous pensons que, tôt ou tard, nous allons assister à la fusion des 3 groupes (Holding de tête non coté Foyer Finance, compagnie d'assurance à présent non cotée Le Foyer et la holding cotée Luxempart). Ceci pourrait donc entraîner le retrait de Luxempart de la cote (retrait qui devrait se faire +/- au niveau de la VL de la holding). Cet achat des actions Luxempart détenues par la BIL durant le mois de janvier confirme cette hypothèse. En effet, après cette opération, nous avons :

- Foyer Finance détenue à 43,5 % par Luxempart
- Assurance Le Foyer détenue à 93,9 % par Foyer Finance et 6,1 % par Luxempart
- Luxempart détenue à présent à 52 % par Foyer Finance, 6,2 % par la « belge » Sofina et 41,8 % par le public.

Une simplification de la structure passant par soit une OPA de Foyer Finance sur Luxempart soit, éventuellement, une fusion des deux entités.

News de nos sociétés

Après le rachat d'actions propres à la BIL, Luxempart dispose toujours de liquidités pour un montant de +/- 235 mio d'euros, ce qui est suffisant pour racheter la moitié du flottant à sa VL. Foyer Finance n'aurait donc besoin que d'un très léger endettement pour retirer la société de la bourse (du moins en comparant à l'ampleur de ses actifs qui sont la presque totalité du capital de la compagnie d'assurance et la moitié de Luxempart).

Bref, pour notre part, nous pensons que Luxempart devrait déboucher sur quelque chose de bien ... du moins si la bourse reste soutenue.

Matica Technologies (Allemagne) Ticker : D7S.DE

La société allemande technologique annonce un partenariat avec la société Cards-X en Allemagne. Ce spécialiste de l'impression de cartes va ajouter dans son portefeuille de produits, les solutions de Matica.

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Activité en baisse de -2,9% à 123,8 M EUR et bénéfices en chute de -34% à 1,7 M EUR. Signaux Girod souffre sur son exercice 2013/2014 clôturé au 30 septembre 2014.

L'explication est simple, puisque les commandes publiques ont pâti non seulement des élections municipales qui ont gelé des opérations, mais également des dépenses publiques qui sont revues principalement à la baisse. La direction n'entrevoit pas de meilleur horizon avant 2017. Elle rappelle tout de même que la société est peu endettée, ce que notre ratio solvabilité confirme puisqu'il est de 60%, et que l'effort conjoint de son internationalisation couplée à un plan de rationalisation en France devrait permettre de passer ce creux de la vague.

Au niveau patrimonial, la VANT baisse de -3,9% vs. 30 mars 2014, et atteint 53,81 EUR. Ce qui procure tout de même un potentiel de +134% au titre.

Enfin, le dividende est revu fortement à la baisse, à 1 EUR, vs 1,60 EUR pour l'exercice précédent. Soit un rendement brut au cours actuel (23 EUR) de 4,3%.

Silver Standard (Canada) Ticker : SSRI

La direction a présenté son rapport de production pour l'année 2014. Tant la mine d'argent de Pirquitas que la mine d'or de Marigold ont dépassé leurs objectifs de production (pour Marigold, récemment acquise, c'est même un trimestre record que cette mine, pourtant vieille de plus de 25 ans, a connu).

Skyline Corp (USA) Ticker : SKY

Le bilan du second semestre, clôturé au 30 novembre 2014, est disponible et positif. Après la vente du segment caravanes, la société semble respirer comme attendu, bien que la valeur patrimoniale soit en baisse, ce qui est logique puisque des actifs ont été vendus: usines de fabrication, terrains pour entrepose les caravanes et le stock, etc. La valeur patrimoniale de la société calculée sur la valeur net-estate est de 4.49\$. La VANT étant inférieure à 3.17\$, c'est donc cette valeur net-estate que nous retiendrons. On voit nettement sur le trimestre que le compte de résultats est reparti à la hausse, le segment caravane, rappelez-vous, occasionnait des pertes. Sur le trimestre donc, les ventes

News de nos sociétés

sont en progressions de 27%. La société signe un petit profit de 0.01\$ par action au lieu d'une perte de 0.09\$ sur la même période un an plus tôt.

Le segment maisons préfabriquées a vu ses ventes augmenter de 24% et les maisons modulaires de 22%, comparé à la même période en 2013.

Au niveau de la vente du segment caravanes, il n'y a pas de chiffre global de la vente, car certaines clauses sur le stock ou les droits des modèles restent à l'appréciation de l'acheteur. Ce que l'on peut dire, c'est que la société a reçu 900.000\$ net de taxe de la société Evergreen. Le stock sera racheté (la société a 6 mois pour payer ce stock) pour la moitié du prix, soit 800.000\$. Skyline a d'ailleurs acté une dépréciation de 901.000 \$ dans son bilan. Au niveau de l'usine de Bristol, le bilan nous dit qu'il a été acheté à sa valeur comptable net sans plus de précision.

Nous aurions donc aimé un peu plus de clarté, sur cette vente. A noter enfin que le lundi 26 janvier, le cours a bondit de 22.83%, à 4.25\$, se rapprochant rapidement de sa nouvelle VANE de 4.49\$. Le potentiel est donc quasiment épuisé à ce stade.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

La valeur liquidative de la société est de 2065.46€ euros, en progression de 3.76% par rapport au mois passé.

Au 31 décembre 2014, la société offrait une répartition d'actif suivante :

51.17% d'actions
20.81% d'obligations
28.02% de liquidités ou placements court terme

La direction nous explique qu'il ont largué leurs pétrolières pour les remplacer par des cycliques de croissance européennes. Et que leurs positions en valeurs financières, en particulier les valeurs bancaires, restent très sous-pondérées. Celles-ci sont représentées plutôt par des obligations subordonnées, dont beaucoup libellées en dollars et offrant un meilleur rendement.

Les principaux achats ont porté sur : Accor, Axa, Bayer, Cap Gemini, Lafarge, Linde, Sanofi, Sodexo, Thalès et Total ; en francs suisses : Syngenta ; en livres sterling : Diageo et en dollars : Oracle.

Les principales ventes sont : BNP Paribas, Cap Gemini, Danone, Henkel, Linde, LVMH, MTU, Sodexo, Total ; en francs suisses : Zurich Financial ; en sterling : WWP et en dollars : Chevron Texaco, Exxon Mobil, IBM, Johnson and Johnson.

STR Holding (USA) Ticker : STRI

En date du 23 janvier, avec un cours sous 1\$ sur 30 séances consécutives, le NYSE a envoyé sèchement à la société un avis de délistement. Nous n'arrivons pas à comprendre comment le NYSE a calculé les 30 séances car le cours de STR a plongé à 0.58\$ le 5 janvier après le paiement du dividende spécial lié au rachat partiel de la société chinoise. Mais c'est évidemment un détail, les faits étant les faits. Bien sûr tout cela n'était pas une très bonne nouvelle. Mais la direction de STR a réagi très vite à cet avis de délistement en annonçant le 26 janvier que la société allait procéder à un reverse split de 1 : 3 . Ce qui signifie que le nombre d'actions est divisée par 3 le 30 janvier et que mécaniquement et artifi-

News de nos sociétés

ciellement, le cours sera multiplié par 3. Ce 26 janvier le cours a repris +13.73% après cette annonce!

Trans World Entertainment (USA) Ticker : TWMC

Les ventes comptabilisées sur les 9 dernières semaines de l'année 2014, sont en baisse de 1%. A magasins comparables, les ventes seraient à l'équilibre. C'est presque une bonne nouvelle si l'on compare ces mêmes 9 semaines depuis 2005, où les ventes ont toujours été en baisse de -2% à -14%. Le nouveau CEO, Michael Feurer, remplaçant le très sérieux et excellent Robert J. Higgins, a gardé profil bas à l'annonce de ces résultats.

Vianini Industria (Italie) Ticker : VIN.MI

Nous apprenons que la police de l'environnement italienne a mis sous séquestre un des sites d'exploitation de Vianini. La société aurait enfoui illégalement une grande quantité de déchets sur ce site. Nonobstant la moralité plus que douteuse de ce genre de pratique qui en dit long sur les scrupules des dirigeants, nous sommes dans l'incertitude quant aux conséquences financières pour nous, les actionnaires « passifs ». On parle d'installations d'une valeur de 20 mio d'euros (à comparer avec des fonds propres d'environ 100 mio), l'impact pourrait donc être potentiellement non négligeable.

Viel (France) Ticker : VIL.PA

La holding a bien profité de la hausse du CHF qui a impacté positivement la valorisation de sa principale participation, la suisse Compagnie Financière Tradition. Au 23/01, nous estimions la juste valeur du groupe à plus de 4 euros.



Analyses de société

Bell AG

(Swiss EBS Stock, Ticker: BELL.SW / ISIN : CH0004410418)

I. Introduction



Bell AG est une société suisse, active dans la filière viandeuse. Elle produit et commercialise de la viande fraîche, de la charcuterie, du poisson, du gibier et des volailles. La société détient 27 usines de production répartie dans 9 pays européens. Elle vend à des grossistes, pour le commerce de détail, la restauration et l'industrie alimentaire. 68 % des ventes de 2013 ont été réalisées en Suisse. Le reste des ventes, essentiellement des salaisons, est réalisé dans le Benelux, en France, en Allemagne et en Europe de l'Est. Cette tendance à l'internationalisation est relativement récente : en 2008, 93 % du chiffre d'affaires était réalisé en Suisse.

La compagnie détient également une participation non consolidée de 49 % dans Hilcona, spécialisée dans les pâtes fraîches et les produits surgelés.

Les résultats de la société nous semblent devoir être surtout influencés par deux facteurs : le prix de ses matières premières (bétail sur pied, viande prête à la transformation, volaille et poisson) et la parité entre le franc suisse et l'euro. Une bonne partie de ses ventes étant réalisée en zone euro, une dépréciation de celui-ci par rapport à la monnaie de référence de Bell peut être défavorable aux résultats financiers. Ce dernier point est néanmoins à relativiser car une petite partie des matières premières de Bell sont également achetées hors de Suisse.



Nous pensons également que Bell est active dans un secteur assez concurrentiel, ce qui rend difficile l'adaptation des prix de vente par rapport aux fluctuations des prix des matières premières.

L'actionnaire majoritaire de Bell est le groupe Coop, une société coopérative qui repose sur 2,5 millions de ménages suisses. Cette coopérative est active dans la grande distribution, la restauration, la distribution « non food », l'hôtellerie et les stations-services. Coop est aussi le principal client de Bell.

Nous travaillons avec le rapport financier de fin 2013 ainsi que ceux qui précèdent.

Analyses de société

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	398,429
n-2	397,969
n-3	397,794
n-4	394,684
n-5	393,062
n-6	391,665
n-7	398,188
n-8	397,630

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

Nous observons ici que le nombre d'actions en circulation est relativement stable dans le temps.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	0,24
n-2	0,25
n-3	0,24
n-4	0,24
n-5	0,25
n-6	0,24
n-7	0,24
n-8	ND

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

Nous observons ici que le poids des frais de productions et de commercialisation est stable dans le temps. Nous ne travaillons ici que sur les 7 derniers exercices comptables, ceux du 8e exercice n'étant pas disponibles.

Analyses de société

3. Rotation des stocks

n-1	31,61
n-2	29,09
n-3	27,25
n-4	23,46
n-5	25,81
n-6	22,98
n-7	18,21
n-8	ND

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.

Nous observons ici une vitesse de rotation qui a tendance à se réduire assez fortement dans le temps. Une partie de ce ralentissement peut s'expliquer par une modification dans le mix « produits » de la société : en 2008, les denrées les plus périssables (viande fraîche et volaille) représentaient 59 % des ventes. Aujourd'hui, leur poids dans le chiffre d'affaires est ramené à 47 %, au profit des salaisons à date de péremption plus longue. Mais il nous semble que cette modification n'explique pas l'entière du phénomène et nous nous demandons si la société n'éprouve pas, malgré tout, quelques difficultés à écouler sa production. Un ratio à suivre en tout cas.

4. Création de valeur sur 7 années : 86,6 % ou 9,32 % par an

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

Une rentabilité de 9,32 % créée pour les actionnaires nous semble correcte tout au plus.

Conclusions : Notre observation quantitative de la gestion de la société nous fait penser que celle-ci est gérée correctement en bon père de famille mais il nous semble que, malgré la contrainte « matière première », il soit possible de l'améliorer.

Analyses de société

III. Solidité bilantaire

Nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle.

1. Ratio courant : 2,39

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

Les actifs courants de Bell sont plus de 2 fois supérieurs en montant que ses passifs à court terme. La liquidité de la société est donc élevée.

2. Trésorerie nette par action : - 625,72 CHF

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.

La société présente une trésorerie nette négative mais, contrairement à l'orthodoxie comptable, nous tenons bien compte des dettes financières à long terme dans ce calcul. En effet, fidèles à nos principes de prudence, nous restons souvent plus conservateurs que ce que les préceptes d'analyse financière recommandent.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 2,80

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

Ce ratio nous indique que moins de 3 années de free cash-flow sont nécessaires à la société pour rembourser l'intégralité de ses dettes à long terme. Cela nous semble largement suffisant, surtout quand nous constatons que la plus grosse part de ces dettes à long terme est composée de deux emprunts obligataires dont l'échéance se situe pour moitié dans 4,5 ans et dans 8,5 ans pour l'autre moitié.

4. Ratio de solvabilité : 55,6 %

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

Le ratio de solvabilité de Bell nous semble correct pour une société industrielle

Analyses de société

qui doit financer de très gros investissement de production.

Conclusions : Bell présente un bilan sain qui nous semble suffisamment solide pour « tenir » en période de faible conjoncture.

IV. Croissance

Nous examinons ici la croissance passée de la société.

1. Bénéfice par action

n-1	192,32
n-2	190,59
n-3	180,04
n-4	166,00
n-5	141,61
n-6	150,79
n-7	142,03
n-8	110,00

Celui-ci a augmenté en moyenne de 9,7 % par an au cours des 7 derniers exercices comptables.

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	6.730,12
n-2	6.502,38
n-3	6.477,73
n-4	6.762,19
n-5	6.691,15
n-6	5.026,39
n-7	4.171,81
n-8	3.737,87

Nous constatons que la croissance s'est arrêtée en 2009.

3. Free cash-flow par action

n-1	190,28
n-2	221,54
n-3	329,25
n-4	275,67
n-5	247,49
n-6	194,11
n-7	178,80
n-8	ND

Analyses de société

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.

Le free cash est relativement stable dans le temps même si nous nous devons de constater que les années 2012 et 2013 n'ont pas été d'un très bon niveau. En 2013, la direction nous explique que la société a éprouvé quelques difficultés face à la hausse du prix de ses matières mais aussi de la morosité des consommateurs européens. A noter que nous ne disposons pas des données permettant de calculer le free cash flow de 2006.

4. Dividende par action

n-1	60,00
n-2	60,00
n-3	60,00
n-4	50,00
n-5	40,00
n-6	40,00
n-7	40,00
n-8	40,00

5. Marge d'exploitation

n-1	10,19%
n-2	10,22%
n-3	11,58%
n-4	11,14%
n-5	10,33%
n-6	8,72%
n-7	9,73%
n-8	ND

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

Le taux de marge d'exploitation s'est stabilisé à partir de 2009. Ce qui semble bien démontrer que la société ne détient pas un avantage concurrentiel conséquent ... mais également qu'elle n'a pas été obligée de mettre ses prix de vente sous pression malgré le ralentissement économique de ces dernières années.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent nous démontrer que Bell est plus une « cash cow » qu'une entreprise de croissance.

Analyses de société

V. Rentabilité

Nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité.

1. ROE

n-1	10,47%
n-2	11,23%
n-3	11,44%
n-4	11,37%
n-5	9,66%
n-6	11,03%
n-7	10,91%
n-8	9,22%

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.

Le rendement des fonds propres de Bell a été relativement moyen.

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	3,17
n-2	3,69
n-3	5,49
n-4	5,51
n-5	6,19
n-6	4,85
n-7	4,47
n-8	ND

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.

Nous constatons que le free cash flow de Bell est, en moyenne, près de 5 fois supérieur au montant du dividende distribué. La marge de sécurité sur le maintien du dividende nous semble donc très importante.

Conclusions : Bell AG est une société qui semble, à première vue, présenter une rentabilité acceptable sans plus. Néanmoins, nous relevons que le free cash flow de la société est significativement plus élevé que le bénéfice comptable, et que le rendement moyen sur fonds propres de ce free cash flow s'élève à 15 %

Analyses de société

en moyenne.

VI. Valorisation

Nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société.

1. PER 2013 : 12,37 (PER moyen des 8 dernières années : 10,06)
2. Rendement dividende : 2,52 %
3. Price to book 2013 : 1,3 (price to book moyen des 8 dernières années : 1,08)
4. Price Net cash ratio : -3,80 (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 originale que nous ne voulons pas expliciter pour le moment car elle a été patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité, et le calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives : notre juste prix pour Bell s'établit à 6 094,95 euros .

VII. Conclusions

Au cours actuel de 2 379 CHF, nous pouvons acheter des actions Bell avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 156 %.

Avec Bell, nous avons là une société active dans un secteur de la grande consommation, en principe peu cyclique. Néanmoins, comme nous l'avons indiqué plus haut, il existe malgré tout une certaine cyclicité, liée aux prix du bétail sur pied sur les marchés.

Sur le plan opérationnel, les résultats du 1er semestre 2014 sont supérieurs à ceux de l'année précédente et la direction s'attend à une année 2014 de bonne facture.

Seule ombre au tableau : une amende infligée par l'office allemand de la concurrence d'environ 120 millions de CHF pour ententes illicites sur les prix au cours des années avant le rachat par Bell des sociétés Abraham et Zimbo. La direction considère que cette amende est injustifiée et compte bien se défendre. L'application d'une telle amende serait catastrophique pour Bell puisqu'elle représente +/- une année et demi de free cash flow. La procédure judiciaire portant sur cette affaire va probablement durer plusieurs années. Il est d'ailleurs étonnant que le marché n'ait guère bronché à l'annonce de cette nouvelle.

Nonobstant ce souci, nous pensons que Bell est une très belle « vache à lait » fortement sous-estimée par le marché. Peut-être que la liquidité réduite de l'action sur le marché tient à l'écart les « zinzin » ...

Analyses de société

O2 Micro International Ltd.

(Nasdaq, Ticker: OIIM / Code ISIN : US67107W1009)

I. Introduction



O2 Micro International Limited a son siège social localisé aux Iles Caïmans. La société est active dans le domaine des circuits intégrés, particulièrement utilisés dans l'industrie des écrans LCD et des systèmes LED. Parmi ses clients, nous pouvons citer : Acer, Dell, Fujitsu, Hewlett-Packard, Lenovo, LG Electronics, NEC, Panasonic, Samsung Electronics, Sharp, Sony et Toshiba qui intègrent les produits de O2 Micro dans leurs propres produits. Ce sont des tablettes, téléviseurs, smartphones, caméras, systèmes lumineux à base de LED, GPS, etc. 89% des ventes sont réalisées en Chine, 6% au Japon et le solde à Taïwan, en Corée du Sud et autres. Seuls deux clients représentent plus de 10% des ventes sur l'exercice 2013, pour respectivement 15% et 10% de l'activité d'O2 Micro.

La société emploie 500 salariés, essentiellement en Asie, dont 55% sont des ingénieurs. Les filiales du Groupe sont implantées aux US, en Chine, à Taïwan, à Singapour, au Japon et en Corée du Sud.

La société est cotée sur le Nasdaq depuis l'année 2000 sous la forme d'American Depositary Share (ADS dans la suite du texte), où 1 ADS = 50 actions ordinaires. O2 Micro n'est plus cotée sur la bourse de Hong-Kong depuis 2009 pour des raisons d'économie et le peu d'intérêt de maintenir une double cotation.

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 30 janvier 2014, soit 2,36 USD par action et les calculs ont été établis sur la base de 27 174 000 ADS en circulation.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 3,13 USD par action et l'ensemble des dettes représente 0,38 USD par action. La valeur d'actif net-net est donc égale à **2,71 USD par action**.

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

La société détient des terrains et des immeubles en Californie, à Taïwan et en Chine (Shanghai).

Concernant l'immeuble de 30 448 pieds carrés acquis en 2005 à Shanghai pour un montant de 7,1 M USD, il a été retraité dans notre calcul avec une marge de

Analyses de société

sécurité de 50% sur la valeur d'acquisition, car en Chine continentale, les propriétaires immobiliers ne le sont jamais réellement, l'état n'octroyant que des baux à très long terme de l'utilisation des terrains.

Ce foncier a été acquis initialement pour une somme 10 565 k USD, soit 0,39 USD par action. Nous prenons une marge de sécurité de 20% pour les terrains et immeubles hors Chine et une marge de sécurité de 50% sur les biens chinois et obtenons 0,23 USD, y ajoutons la VANN et obtenons une VANE de **2,97 USD par action**.

A noter qu'en avril 2009, la société a vendu son terrain à Hsinchu (Taïwan), en échange d'un bien encore en construction constitué d'un immeuble de bureaux et de parkings. La valorisation de ce bien, une fois la construction achevée, peut être un potentiel de revalorisation du patrimoine immobilier de la société.

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**.



Le premier poste est constitué de la **trésorerie** et des **équivalents de trésorerie**, à savoir des dépôts à terme et marginalement des obligations d'Etat et quelques obligations d'entreprise. Ce trésor représente un montant de **2,40 USD par action** et n'appelle aucun commentaire. Nous reprenons ce montant tel quel.

Viennent ensuite les **stocks**, inscrits dans les comptes pour une valeur de 0,37 USD par action. La société a écoulé ses stocks en moyenne en 63 jours durant les 3 dernières années, et en 72 jours sur le dernier exercice. Nous n'avons pas de détails sur ces stocks dans le rapport du 3ème trimestre 2014 et nous décidons de prendre une marge de 30% sur la valeur comptable, soit une valorisation de **0,26 USD**.

Au tour des **créances clients**, qui représentent un montant de 0,30 USD par action. La société a été payée en moyenne en 40 jours sur les 3 dernières années et à 52 jours sur le dernier exercice. Cet écart important du rallongement moyen des paiements (augmentation de plus de 20%), sur un délai qui reste tout de même correct en absolu, a donné lieu à un retraitement de 0,03 USD pour le calcul de la VANN et de la VANE. Considérant d'une part la qualité des preneurs d'ordre, comme évoqué dans la présentation de la société, mais aussi le rallongement des paiements, nous décidons de prendre une importante marge de sécurité de 25%, et retenons ainsi **0,23 USD par action**.

Analyses de société

Pour conclure avec l'actif courant, passons **aux paiements en avance**, d'un montant équivalent à **0,05 USD par action** dans le bilan. Nous reprenons cette somme dans notre calcul.

Après les actifs courants, les **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 hors Chine - 50% pour ces derniers -, nous obtenons un montant de **0,23 USD par action**.

En ce qui concerne les **machines, équipements** et le **mobilier**, nous n'avons pas les détails dans le rapport trimestriel et nous nous basons sur le rapport annuel 2013, arrêté au 31 décembre 2013. Nous décidons de valoriser ces actifs sur la base de 10% de leur valeur déjà amortie à hauteur de 67%. Nous retenons ainsi un montant symbolique de **0,01 USD par action**.



Nous découvrons ensuite une bizarrerie : les **investissements de long terme**. Ce n'est en effet pas courant qu'une société avec une activité opérationnelle, investisse à titre minoritaire dans d'autres sociétés, cotées ou non. Ces investissements représentent 0,56 USD par action. Pour les participations non cotées, qui représentent 90% de ce poste, O2 Micro a choisi de retenir la méthode de valorisation par le coût d'acquisition. Comme ces acquisitions ont eu lieu à diverses périodes plus ou moins lointaines (2002, 2005, 2008, 2010, 2013 et 2014), il se peut très bien qu'il y ait de la valeur cachée là-dedans... mais aussi des nanards ! Par mesure de prudence - toute bonne nouvelle sera une cerise sur le gâteau -, nous préférons prendre une marge de sécurité de 50% sur cette valeur. Nous ajouterons donc seulement **0,28 USD par action** à notre estimation de VMLV.

Enfin, nous avons de nouveau droit au poste bien nommé « **autres actifs** », qui, encore une fois, ne déroge pas à sa définition de poste fourre-tout : **charges payées en avance sur des contrats de 2 à 5 ans**, des **droits sur des terrains**, des **prêts** ainsi que des **crédits d'impôts différés**. Dans cet entremêlement d'actifs, plus ou moins tangibles, nous décidons de ne reprendre que 10% de la valeur comptable, soit **0,01 USD par action** afin de se prémunir de mauvaises surprises.

Enfin, nous avons de nouveau droit au poste bien nommé « **autres actifs** », qui, encore une fois, ne déroge pas à sa définition de poste fourre-tout : **charges payées en avance sur des contrats de 2 à 5 ans**, des **droits sur des terrains**, des **prêts** ainsi que des **crédits d'impôts différés**. Dans cet entremêlement d'actifs, plus ou moins tangibles, nous décidons de ne reprendre que 10% de la valeur comptable, soit **0,01 USD par action** afin de se prémunir de mauvaises surprises.

Le **total du passif** (le total de ce que doit la société) représente **0,38 USD par action**.

En **hors bilan**, la société évoque une multitude de **procès** passés, dont une partie gagnée (US, Japon, Chine, ...) dans le cadre de la protection de ses brevets. Actuellement, une décision de justice est en cours au Japon contre Texas Instru-

Analyses de société

ment pour une violation d'utilisation de ses brevets. Étant donné que O2 Micro est toujours la société qui « attaque » ses concurrents pour protéger sa propriété intellectuelle, il nous semble qu'il n'y a pas de risque juridique à prévoir. Au contraire, il ne peut y avoir que de bonnes surprises de ce côté-là, O2 Micro étant toujours le plaignant.

Nous avons également pris connaissance de l'existence d'**options**, mais leur niveau d'exercice se situe au double du cours actuel et ne présentent donc pas de risques dilutifs.

Enfin, la société est tenue par des **contrats opérationnels** concernant certains contrats de maintenance, ainsi que des loyers pour un montant de 1 924 k USD, que nous décidons de reprendre pour moitié, car ils pourraient faire l'objet d'une négociation. Nous ajoutons ainsi **0,04 USD par action** 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

- + Trésorerie et équivalents : 2,40
- + Stock : 0,26
- + Créances clients : 0,23
- + Paiements en avance : 0,05

Actif immobilisé

- + Immeubles et terrains : 0,23
- + Equipements et matériels : 0,01
- + Investissements de long terme : 0,28
- + Autres actifs : 0,01

Passif

- Total passif : -0,38
- Obligations contractuelles : -0,04



Ce qui nous donne donc une VMLV de **3,05 USD par action**.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, la société a publié des résultats opérationnels positifs sur 3 exercices. Or, les pertes de 2012 et 2013 amènent la moyenne sur les 5 exercices en territoire négatif.

Dès lors, il nous est impossible de calculer de VCB pour O2 Micro International.

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours actuel de 2,36 USD, il est possible d'acheter l'action de cette société avec une décote de :

13% sur la VANN

21% sur la VANE

23% sur la VMLV

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 4,22 USD) est de : +79%.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : 191%.

Ratio technologique = 242%

La société a en effet réalisé 155,10 M USD de dépenses en Recherche & Développement sur les cinq dernières années, représentant 242% de la capitalisation boursière actuelle de la société.

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

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

La société est une petite valeur de la cote, qui cumule les désavantages d'être taïwanaise, domiciliée aux Îles Caïmans et active dans un secteur technologique très concurrentiel. Par ailleurs, elle accumule depuis maintenant près de 10 trimestres, des pertes conséquentes. Nul doute que le marché ne voit pas l'avenir de la société le plus sereinement du monde. Ce que nous comprenons amplement.

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

Chinoise, de Taïwan certes, mais chinoise tout de même.

Malgré le fait que la société ait principalement son activité sur un territoire chinois insulaire respectueux du droit de propriété, en général, et du droit des actionnaires en particulier ; ajoutant à cela que l'auditeur de la société est un des « *big four* », à savoir Deloitte, qui a effectué ses travaux de vérification sans relever de problèmes en vertu de la législation américaine (la société est cotée sur le NASDAQ), il ne faut néanmoins pas ignorer qu'il existe un risque « pays », dans le sens où Taïwan et le gouvernement chinois sont en permanence sous tension politique. Quid d'un risque d'un conflit armé plus avancé ?

Egalement, comme toute activité inhérente au secteur de la technologie, il ne faut pas non plus exclure que O2 Micro se fasse soit technologiquement dépas-

Analyses de société

ser par la concurrence, soit que la société dépense outre mesure dans des technologies qui ne perceront pas. Un mix de ces deux possibilités n'est pas non plus à exclure.

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

Le premier élément pourrait être le management qui essaie de redresser la barre. La société réduit ses coûts en diminuant ses effectifs de 80 personnes et se focalise sur les activités Tablettes et Smartphones. Les économies attendues sont chiffrées entre 3,5 et 4 M USD en année pleine, et ceci dès l'exercice 2015. Et avec 65 M USD de trésorerie dans les poches, la société a les moyens de se restructurer sereinement.

Deuxième catalyseur probable : les rachats d'actions en cours. En 5 ans, la société a racheté sur le marché, puis annulé, plus de 26% de son capital (ou encore 9 646 000 ADS). Historiquement, on ne peut donc que saluer cette décision créatrice de valeur pour l'actionnaire... si la société ressort la tête de l'eau un jour !

Dernier élément. Il ne faut pas ignorer la R&D. Avec un ratio technologique de 242%, 02 Micro est une valeur rare. Car elle permet à ce niveau de cours d'obtenir pour 1 USD dépensé dans l'action, 3,42 USD de R&D dépensées sur les 5 dernières années. De la matière grise bradée. Et comme en témoignent les procès lancés pour protéger ses brevets, les recherches effectuées par la société semblent intéresser la concurrence. Heureusement que la société veille au grain, elle protège sa propriété intellectuelle. Il est possible que quelque chose de bon se passe...



Pour mieux appréhender « les Daubasses »



Actifs courants (ou actifs circulants) :

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

Actifs fixes (ou actifs immobilisés) :

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

Approche Bottom up :

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

Capitaux permanents :

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

Collatéral :

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

Délai moyen de paiement des clients :

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

Excédent brut d'exploitation (EBITDA) :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

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

Fonds de roulement :

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

Franchise :

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

Goodwill :

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

Rentabilité A Petit Prix (RAPP) :

Cette valeur s'obtient en fonction d'une formule de calcul standard élaborée par l'Equipe des Daubasses. Il s'agit de sociétés à haute rentabilité mais dont la rentabilité n'a, précisément, pas encore été reconnue par le marché.

Ratio de solvabilité « maison » :

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

Rotation des stocks :

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

Triple net :

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

Pour mieux appréhender « les Daubasses »

Valeur d'Actif Net Estate (VANE) :

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

Valeur d'Actif Net Net (VANN) :

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

Valeur d'Actif Net Rentable (VANTre) :

Société décotée 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