

Investir Intelligemment



Sommaire

| | |
|---|-------------------------|
| Edito | page 3 |
| Portefeuille | page 6 |
| News de nos sociétés | page 8 |
| Analyse de la société CARBO Ceramics Inc. | page 19 |
| Analyse de la société Communications Systems, Inc. | page 23 |
| Pour mieux appréhender « les Daubasses » | page 27 |

Edito



Décembre 2016. Rapport de gestion

Compte-rendu mensuel

La VL de notre portefeuille est de 9.15€, en progression de +3.18% sur le mois de novembre. Sur l'année 2016, après 11 mois, notre performance est de +16.19%.

Sur le mois de novembre notre portefeuille a profité d'un change favorable de +2.27%. Et sur l'année 2016 notre portefeuille supporte toujours un change défavorable de -0.67%, à cause de la chute de la Livre Sterling.

Notre benchmark, le tracker MSCI World dividendes réinvestis, a progressé de +5.35% sur le mois de novembre. Sur l'année 2016, sa performance est de +6.96%.

A l'occasion du 8ème anniversaire de notre portefeuille (le 24 novembre 2016), nous avons dépassé la barre des 800% de performance. C'est aussi un neuvième mois consécutif de performance positive, qui égale notre précédent record ayant eu lieu de juillet 2013 à avril 2014.

Nous pouvons dire sans problème que la performance est principalement due à des éléments pour la plupart externes au portefeuille, jugés positifs par « monsieur le marché », comme l'élection de Donald Trump à la présidence des USA, les ventes du Black Friday en signal positif pour la vente au détail aux USA, et enfin l'accord des pays de l'OPEP pour réduire la production pétrolière. Nous sommes positionné à différent degré sur ces points jugés positifs par le marché. Notre portefeuille est investi à +/- 40% sur le marché US. Notre catégorie RAPP, avec des sociétés comme Kohl's Corporation ou Dillard's Inc, sont des détail-

Edito

lants américains (double point positif) et se retrouvent dans la liste de progression mensuelle à 2 chiffres. Et puis bien sûr le pétrole, où nous profitons comme il se doit d'un accord qu'on disait imminent et probablement positif depuis plusieurs semaines, et d'un prix qui est passé de 43\$ le baril à 50\$ en quelques heures quand il a été rendu public le 30 novembre en matinée. Toutes nos sociétés en portefeuille liées au pétrole ont enregistré des performances positives, avec la palme d'or décernée à Civeo Corporation et son boost de +68.14% sur le mois de novembre !

Quand « monsieur le marché » est optimiste et est à la fête, les valeurs refuges tirent la tête et c'est bien sûr le cas de l'or qui en recul n'intéresse plus grand monde quand la fête bat son plein... et notre portefeuille n'y échappe pas non plus. Le cours de nos minières recule parfois de -20% et plus. La performance aurait donc pu être encore plus élevée sans ces minières. Oui, mais le beurre, l'argent du beurre, toutes les vaches et le pré en plus cela n'existe que dans les rêves. A +16.19% sur 11 mois, et en prenant un peu de distance sur la gestion, nous jugeons ce recul de nos minières assez indolore mais surtout nous place dans une situation dans laquelle nous sommes prêts pour une contre-attaque si « monsieur le marché » venait à déprimer...

Cela dit, nous tenons quand-même à préciser que la fête et le marché en délire nous indiffèrent au plus haut point. Nous aimons certes l'observer et voir les profits s'engranger grâce aux investisseurs qui le prennent au sérieux, mais il n'a aucun poids sur notre manière d'investir. La preuve par 4 : aucun mouvement d'achat en ce mois de novembre, une première sur 8 ans. Et plus de 20% de notre portefeuille en liquidités disponibles à tout moment. Les flons-flons et trompettes ne sont pas en mesure de nous détourner de notre objectif : acheter de l'actif tangible décoté dont personne ou presque ne veut et ceci sans la moindre concession. D'autant plus que nous avons devant nous une inexorable remontée des taux US que l'on annonce depuis 3 ans au moins. Aura-t-elle lieu en décembre comme annoncé ou sera-t-elle pour la Xème fois reportée ? Qui vivra verra. Le mieux, de notre point de vue, étant de rester concentrés sur la recherche d'actifs tangibles bons marchés.

En novembre, ce n'est pas moins de 15 sociétés de notre portefeuille qui affichent une performance à 2 chiffres, 10 en zone positive et 5 en zone négative. Ces sociétés sont les suivantes :

Civeo : +68.14%
CDI Corp: +28.46%
Futur Fuel : +25.27%
Kohl's Corporation : +23.04%
Dillard's Inc : +16.66%
Signaux Girod : +16.13%
Thalassa : +14.47%
Holland Colours NV : +14.06%
Melcor Development Ltd : +12.50%

Edito

Global Sources Ltd : +11.11%

Dundee Precious Metal : -25.18%

Aurico Metals : -23.66%

Gafisa S.A.: -21.15%

Rubicon Technology Inc : -17.42%

Emerson Radio : -16.06%

Mouvements mensuels

Une première depuis que le portefeuille existe, un mois sans mouvement: ni achat, ni vente. 45 mouvements ont déjà été réalisés en 2016, alors que l'on comptait 42 mouvements en 2015.

Le portefeuille, quelques détails supplémentaires

Sur le mois

Nous avons acheté pour la somme totale de **0 €**

Nous avons vendu pour la somme totale de **0 €**

Sur l'année 2016

Nous avons acheté pour la somme totale de **77 906.16€**

Nous avons vendu pour la somme totale de **101 829.98€**

Les liquidités pèsent en fin de mois 21.33% du portefeuille, et sont en très légère augmentation par rapport au mois d'octobre. Depuis le 31 décembre 2015, les liquidités sont en augmentation de 44.82%.

Voici la performance par catégorie sur l'année 2016, et au mois de novembre :

1° Diversification Value = +24.41% (sur le mois = -6.91%)

2° Net Estate = +23.09% (sur le mois = +4.81%)

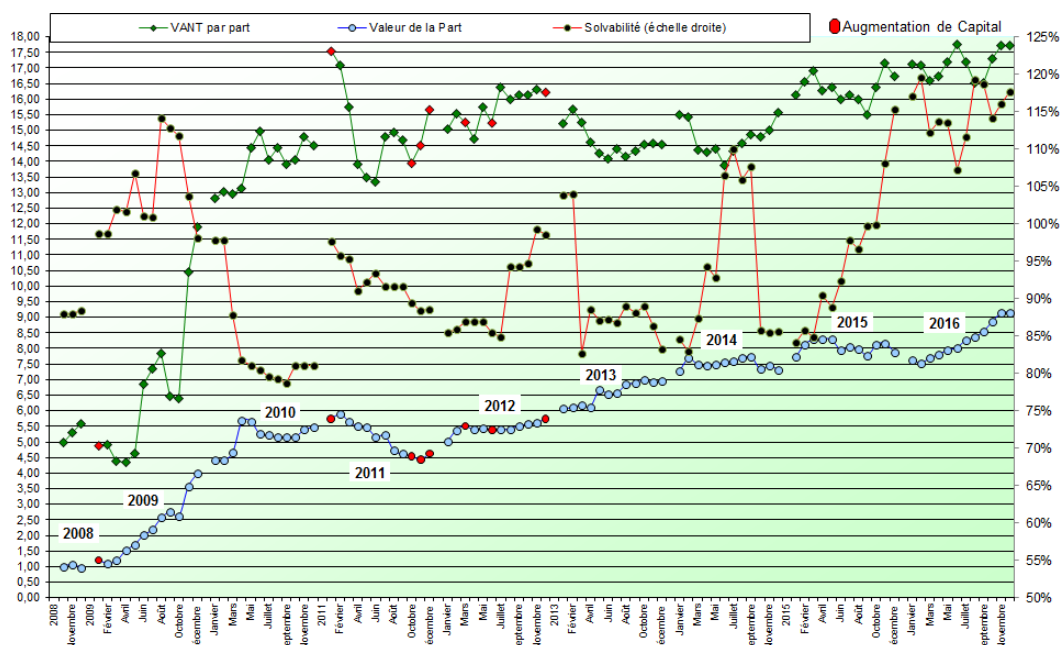
3° Net Net = +22.36% (sur le mois = +6.17%)

4° RAPP = +15.28% (sur le mois = +11.30%)

Portefeuille

Dans cette rubrique, nous vous présentons quelques points de repère 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 | |
| 2 décembre 2016 | |
| Valeur d'une Part | 9,15 € |
| Valeur des Actifs Net Tangible | 17,72 € |
| Potentiel | 93,60% |
| Solvabilité pondérée | 117,71% |
| 3,33% Pondération Max | 13.032,07 € |
| Nombre total de positions | 56 |
| Répartition des Devises | |
| Euro | 41,28% |
| Dollar Américain | 37,60% |
| Livre Sterling | 13,34% |
| Dollar Canadien | 4,38% |
| Courone Suédoise | 0,93% |
| Franc Suisse | 1,98% |
| Variation des devises Yield | -0,78% |
| Nombre de société vendue | 136 |
| Gain Moyen | 1.677,14 € |
| Perte Moyenne | - 407,49 € |
| Société en Gain | 91 |
| Société en Perte | 45 |
| Rapport | |
| Gain Moyen / Perte Moyenne | 4,12 |



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.

| Pour la lettre | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|--------|----------|------------------|-----------------------------------|----------------|-------------------|-----------|--------|----------|------------------|--------------------------------|----------------|-------------------|
| Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | Société Net Net | Rendement en € | % du portefeuille | Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | Société Net Estate | Rendement en € | % du portefeuille |
| 1 | 2 | 3 | 97% | Trans World Entertainment | 504% | 1.13% | 3 | 2 | 5 | 134% | Exacompta - Clairefontaine | 81% | 3.07% |
| 0 | 1 | 1 | 44% | Leeds Group Plc | 98% | 1.99% | 1 | 3 | 4 | 61% | Gevelot | 423% | 4.16% |
| 0 | 0 | 0 | 19% | Jemtec | -61% | 0.23% | 3 | 3 | 6 | 164% | Irce | 32% | 1.02% |
| 3 | 0 | 3 | 322% | Asian Pacific Wire & Cable | 6% | 2.69% | 3 | 2 | 5 | 109% | Natuzzi | -21% | 1.48% |
| 3 | 0 | 3 | 159% | Deswell Industries Inc | 14% | 2.72% | 0 | 3 | 3 | 46% | Peel Hotels | 211% | 4.26% |
| 3 | 0 | 3 | 80% | Velcan Energy | 8% | 0.42% | 2 | 3 | 5 | 89% | Hammond Manufacturing | 65% | 1.10% |
| 3 | 2 | 5 | 161% | Emerson Radio | -39% | 0.92% | 3 | 1 | 4 | 248% | Dover Downs Gaming | 13% | 1.83% |
| 2 | 2 | 4 | 70% | Enteq Upstream Plc | 21% | 2.10% | 2 | 0 | 2 | 85% | I Grandi Viaggi | 19% | 2.00% |
| 1 | 1 | 2 | 66% | Richardson Electronics Ltd | 9% | 0.92% | 3 | 1 | 4 | 87% | SunLink Health System | 28% | 2.11% |
| 3 | 0 | 3 | 463% | Rubicon Technology Inc | -53% | 0.42% | 3 | 1 | 4 | 194% | Signaux Girod | 12% | 1.84% |
| 3 | 0 | 3 | 116% | GigaMedia Ltd | 4% | 0.92% | 0 | 2 | 2 | 23% | Amrep Corp | 113% | 2.96% |
| 3 | 2 | 5 | 82% | HMG Courtland Properties Inc | 14% | 1.05% | 3 | 1 | 4 | 287% | Gafisa S.A. | -19% | 2.08% |
| | | | | | | | 3 | 1 | 4 | 370% | Civeo | 13% | 2.08% |
| | | | | | | | 3 | 3 | 6 | 134% | Thalassa | -8% | 1.63% |
| | | | | | | | 2 | 1 | 3 | 143% | Bernard Loiseau | 3% | 0.88% |
| | | | | | | | 3 | 1 | 4 | 114% | Allied Health Care Products | 42% | 2.56% |
| | | | | | | | 0 | 2 | 2 | 65% | O2 Micro International Limited | 31% | 1.07% |
| | | | | | | | 3 | 2 | 5 | 114% | Melcor Development Ltd | 2% | 0.88% |
| | | | | | | | 3 | 0 | 3 | 94% | Pittards Plc | 18% | 1.09% |
| | | | | | | | 0 | 3 | 3 | 66% | CPH Chemie und Paper Holding | 21% | 1.05% |
| | | | | | | | 3 | 2 | 5 | 92% | Tornos Holding | -2% | 0.94% |
| Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | Diversification Value | Rendement en € | % du portefeuille | Potentiel | Risque | Notation | Potentiel Estimé | RAPP | Rendement en € | % du portefeuille |
| 3 | 1 | 4 | 101% | Eastern European Property | -31% | 0.44% | 3 | 3 | 6 | 85% | GEA | 19% | 0.96% |
| 0 | 2 | 2 | 6% | Luxempart | 58% | 1.40% | 0 | 3 | 3 | 27% | Global Sources Ltd | 58% | 1.45% |
| 1 | 2 | 3 | 51% | Dundee Precious Metal | -64% | 0.98% | 1 | 3 | 4 | 37% | FutureFuel | 30% | 1.22% |
| 0 | 2 | 2 | 4% | Sofragi | 38% | 0.76% | 3 | 1 | 4 | 110% | ADL Partner | -14% | 0.78% |
| 3 | 3 | 6 | 77% | (ADR) First Pacific Ltd | -25% | 0.77% | 3 | 2 | 5 | 232% | Dillard's Inc | -19% | 0.68% |
| 1 | 2 | 3 | 30% | (ADR) Jardine Stratégic Ltd | 19% | 1.21% | 3 | 1 | 4 | 102% | Kohl's Corporation | 28% | 1.12% |
| 3 | 1 | 4 | 102% | Argonaut Gold | -49% | 0.60% | 3 | 2 | 5 | 99% | Graine Voltz | -3% | 0.82% |
| 2 | 0 | 2 | 71% | Sprott Ressources Corp | -64% | 0.59% | 2 | 2 | 4 | 251% | Apollo Education Group | 7% | 0.91% |
| 3 | 1 | 4 | 292% | Aurico Metals Inc | 16% | 0.98% | 0 | 2 | 2 | 55% | Holland Colours NV | 34% | 1.23% |
| 3 | 3 | 6 | 89% | Great Eagle Holdings Ltd | 48% | 1.27% | 3 | 3 | 6 | 113% | Millenium & CopThorne Hotels | 2% | 0.93% |
| 1 | 3 | 4 | 45% | Symphony International Holdings L | 22% | 1.03% | 3 | 1 | 4 | 459% | Zamano PLC | -5% | 0.89% |
| 1 | 2 | 3 | 10% | Bonheur ASA | -28% | 0.67% | | | | | | | |

Vous trouverez la vue classique du portefeuille en Zone Premium, mise à jour de manière hebdomadaire, à l'adresse:

<http://www.daubasses.com/zone-premium/notre-portefeuille-daubasses>

News de nos sociétés



Dans l'idée de partage utile qui nous anime depuis le début de l'aventure, l'Équipe des Daubasses a décidé de publier systématiquement dans la rubrique News, à partir de cette lettre, les emails de nos investisseurs-abonnés posant des questions dignes d'intérêt sur des sociétés que nous détenons en portefeuille.

Nous pensons que ces questions et les réponses que nous avons apportées peuvent vous intéresser en qualité d'investisseurs-abonnés. Cet échange trouve sa place à 100% dans une dynamique de réflexions sur une société et vous permet de disposer de matière supplémentaire pour vos investissements.

Allied Healthcare Products (USA) Ticker : AHPI

Même si la société est en perte sur le T1 arrêté au 30/09 à -0,82 M USD avec pour conséquence une baisse de la VANT de -2,6% à 2,55 USD par action, le potentiel du titre reste l'un des plus élevés du portefeuille. La solvabilité de 84,4% constitue un beau matelas de sécurité au cas où, à terme, les choses tourneraient mal.

Argonaut Gold (Canada) Ticker : AR.TO

La mine d'or profite à plein de la bonne tenue du métal jaune puisque son bénéfice pour les 9 premiers mois a multiplié par 6 ... pour se fixer, il est vrai, à un modeste 0,06 USD. Moins engageant : les coûts d'extraction ont augmenté à 812 USD l'once (vs 761 l'année précédente) et surtout la mine d'El Castillon n'a pas répondu aux attentes en termes de volume de production notamment en raison de pluies diluviennes. A présent que la saison des pluies est passée, la direction espère rattraper le temps perdu.

News de nos sociétés

Bernard Loiseau (France) Ticker : ALDBL.PA

Un communiqué nous apprend que la société a clôturé son premier semestre en perte à -0.28€ par action, et que les fonds propres valent 10.57 millions d'euros. Ce qui voudrait dire pour nous, si rien n'a changé dans les autres postes dont nous n'avons pas de détails, une valeur d'actif net tangible (VANT) de 5.80€ au lieu de 6.08€ au 31 décembre 2015.

Civeo (USA) Ticker : CVEO

Voici l'échange que nous avons eu au cours du mois de novembre avec notre investisseur-abonné Guillaume.

Guillaume:

Bonjour,

Je suis abonné aux daubasses, j'ai lu le dernier rapport de CIVEO (Q3 2016) et vu comment le bilan s'est dégradé (le cash a fondu), ne pensez vous pas que des problèmes de solvabilité risquent de surgir (Même si l'on considère que la société arrive toujours à générer un minimum de free cash flows récurrents).

Bravo pour votre travail, et bonne journée.

Les Daubasses:

Bonjour Guillaume,

Les pertes de la société nous semblent plus comptables que « réelles » dans le sens où, effectivement, comme vous le soulignez, les cash flows générés restent positifs. On le voit également avec les EBITDA qui restent positifs au fil des trimestres.

Bien entendu, cela ne présage de rien pour le futur. Comme vous le savez, nous disons ce que nous faisons, pourquoi nous le faisons mais pas ce que vous devez faire.

Si votre question porte sur la solvabilité de Civeo, nous vous répondons que notre ratio de solvabilité maison ressort à 53% avec le rapport du 30 septembre dernier. Sans être exceptionnel, il est supérieur à nos 40% exigés. Nous gardons donc notre position, sans être plus serein ou plus pessimiste que sur une autre position daubasse.

Nous n'avons pas de conviction particulière sur nos valeurs prises individuellement, mais en raisonnant dans un panier bien diversifié et décoté, nous savons que nous avons un avantage statistique indéniable.

En espérant avoir répondu à votre question, nous vous souhaitons une excellente journée.

Deswell Industries (Macao) Ticker : DSWL

Le premier semestre 2016 (clôturé au 30 septembre) est de bonne facture avec une valeur patrimoniale en très légère augmentation, à 4.79 \$. Au compte de résultats, le recul du chiffre d'affaires de 3% est largement compensé par le recul du coût des produits de près de 9% et permet ainsi à la société de dégager un ebitda positif, mais aussi un profit net de +0.04\$ par action au lieu d'une perte de -0.22\$ sur la même période voici 1 an.

Le CEO Edward So souligne les belles augmentations des marges brutes dans le segment plastique et électronique de la société. Il explique ensuite qu'ils vont

News de nos sociétés

poursuivre dans cette voie en explorant toutes les possibilités de croissance pour la société. Cela fait plaisir à entendre d'autant plus que les chiffres soutiennent les mots.

En septembre dernier, nous étions prêt à ranger nos espoirs, de voir un jour la société s'extirper de notre container à Daubasse, au placard de nos désillusions après 8 ans de fouille dans les poubelles boursières. Mais aujourd'hui nos espoirs ont repris de la force et semblent fondés. Nous attendrons toutefois confirmation dans le prochain rapport pour devenir calmement positifs sur la valeur qui possède à ce stade, et au moment où nous écrivons ces lignes, 160% de potentiel sur sa VANT !

Dillard's (USA) Ticker: DDS

Pour son 3ème trimestre clos au 29 octobre 2016, Dillard's a publié des bénéfices en forte baisse. Ils sont divisés par 2 par rapport à la même période de l'exercice précédent. Mais le marché ne retient pas cela de l'histoire... Il remarque surtout qu'il avait peut être enterré trop rapidement une valeur qui génère encore des bénéfices. Le titre progresse ainsi de plus de 17% sur le mois de novembre.

Du fait des bénéfices et des rachats d'actions sur la période, notre objectif de cours RAPP progresse de +3,1% à 234,93 USD.

Dundee Precious Metal (Canada) Ticker : DPM.TO

Notre valeur aurifère canadienne n'a pas sorti son meilleur résultat trimestriel concernant les comptes arrêtés au 30 septembre dernier. Tout d'abord, un niveau de production d'or un peu faible (-20% vs. T3 2015) à 32 447 onces. La fonderie Tsumeb a enfoncé le couteau du fait d'un incident et a dû fermer pendant 36 jours, augmentant les coûts de production de 35%... Et ce ne sont pas les cours et les volumes de production des autres métaux (argent, zinc et cuivre) qui ont pu réduire les coûts de production. Résultat, l'EBITDA reste positif à 3,5 M USD mais il est divisé par presque 7x vs. T3 2015. Bref, un trimestre à oublier. En espérant que le regain actuel du cuivre pourra redonner un petit peu de couleur à notre société minière sur le T4. En attendant, notre valorisation maison ressort à 2,88 CAD avec un cours de l'once d'or à 1 183 USD. La solvabilité de Dundee Precious Metals se maintient à un très bon niveau (78,9%) du fait de l'augmentation de capital réalisé sur un sommet boursier (50 M CAD levés à un cours de 3 CAD durant l'été).

Emerson Radio (USA) Ticker : MSN

Le second trimestre (ou le premier semestre) clôturé au 30 septembre, nous montre une société en difficulté capable de générer un petit profit. Nous pensons que c'est un tour de force qui mérite d'être salué et qui confirme l'intuition que nous avons depuis plusieurs mois sur les possibles qualités du manager de la société. La valeur patrimoniale de la société reste stable à 2.06\$. Si la comparaison avec le semestre précédent ne nous semble plus pertinente vu le changement de situation (chute du volume de ventes due à une licence de fabrication arrêtée), nous avons été agréablement surpris par la marge brute de ce premier semestre de 31%, alors que voici un an en 2015 sur la même pé-

News de nos sociétés

riode les marges étaient de 15%. Ceci explique donc que la société clôture le semestre sur un gain de +0.004\$ au lieu d'une perte de -0.02\$ un an plus tôt. Sur le seul second trimestre, la société dégage un profit de +0.01\$ contre une perte de -0.03\$, en 2015 sur le même trimestre.

Nous jugeons la situation relativement confortable, d'autant plus que la société dispose toujours de 1.92\$ de cash (liquidités + placements court terme) et est parvenue à réduire son endettement total à 0.09\$ par action. En imaginant le pire, à savoir que le stock ne vaille strictement rien, qu'aucun client ne règle ses factures et que la société clôture son activité, il serait retourné à l'actionnaire 1.83\$ par action, soit plus du double du cours actuel de 0.82\$.

Bien sûr, le cours sous 1\$ fait toujours planer un possible *délistement*.

Enteq Upstream (UK) Ticker : NTQ.L

Avec la publication des résultats du S1 2016, nous apprenons que la société continue de réduire ses coûts. Elle a limogé la moitié de son personnel depuis le début de l'année. Même si le business continue de souffrir de la réduction des puits de production à l'échelle mondiale, la société maintient sa structure financière (15,2 M USD dans les caisses, soit 20 pences par action). Elle a même remporté un contrat en Arabie Saoudite. Avec sa solvabilité de 251,7%, sans pouvoir en être sûr, Enteq peut être un bon cheval à jouer pour profiter d'un regain des prix du brut tout en ayant les moyens d'une traversée du désert grâce à son excellente structure financière.

La VANT de la société est de 31,15 pences avec les comptes du 30/09.

First Pacific (Hong Kong) Ticker : FPAFY

Les résultats de Philippines Long Distance Telecom, la principale participation de First Pacific, sont assez médiocres : au cours des 9 premiers mois de l'année, le chiffre d'affaires est en baisse de 2 % et le bénéfice de 20 %. Nul doute que ceci aura un impact non négligeable sur les résultats consolidés du groupe.

FutureFuel (USA) Ticker : FF

Au troisième trimestre (clôturé le 30 septembre), et sur le 9 premiers mois de l'année, nous observons un recul du chiffre d'affaires de -30%, principalement provoqué par la vente de biocarburants et dans une moindre mesure par une baisse des volumes et des prix de vente sur le secteur chimie. Ce qui est assez intéressant par rapport à cette chute, c'est la baisse conséquente des coûts de production de -38% et des profits bruts en progressions de +6%, par rapport aux 9 premiers mois de 2015. Cela met une nouvelle fois en lumière la faible rentabilité du secteur biocarburant par rapport au secteur chimie qui pèse 40% des revenus, alors qu'il pesait 36% en 2015 sur les 9 premiers mois. Hors remboursement de provisions sur les taxes sur les profits, les profits nets de la société sont en progression de +0.80% sur 9 mois, comparé à la même période en 2015, mais de +30% sur le seul dernier trimestre comparé au même trimestre en 2015.

Comme nous avons tenté de l'expliquer dans l'analyse, un développement du segment chimique permettrait à la société de créer de la valeur. On observe

News de nos sociétés

que ce segment est en progression de 4% et on comprend aussitôt que son développement mettra un certain temps.

Enfin, la société annonce le versement d'un dividende spécial de 2.29\$ sur les actions ordinaires avec comme date de référence le 16 décembre. A notre cours d'achat de 11.26\$ net de frais par action, c'est 20% brut.

Après ce rapport, notre évaluation de la juste valeur de la société est de 20.13\$.

Gafisa - ADR (Brésil) Ticker : GFA

Le promoteur brésilien a publié des comptes consolidés pour le T3 de l'exercice 2016 plutôt mauvais, à contre-tendance du début de l'exercice, puisque le trimestre se solde par une perte en forte hausse. Le marché a directement sanctionné le titre qui perd 1/4 de sa capitalisation sur le mois de novembre après un gain important suite à la rumeur grandissante de l'IPO de Tenda. Malgré cette perte, les actifs tangibles nets de dette par action baissent de -6% mais représentent encore 4,27 USD par action. C'est un potentiel de plus de 200%. La solvabilité reste dans les clous tout en étant un peu limitée à 51%

Sur le spin-off de Tenda, on en sait un tout petit peu plus. Officiellement, rien n'a filtré par le Groupe Gafisa (pas de communiqué), mais un article de Reuters précise que Tenda pourrait être mis sur le marché boursier de Sao Paulo dans le but de lever jusqu'à 192 M USD. De ce que nous comprenons, ce serait une mise en bourse d'une part minoritaire du capital de Tenda. Ce qui permettrait alors pour le Groupe Gafisa de continuer à profiter des bons résultats de sa filiale low-cost profitable en quote-part de sa détention résultante tout en se désendettant. L'endettement pouvant être un point critique pour un promoteur immobilier.

GEA (France) Ticker : GEA.PA

Via un communiqué laconique comprenant le titre et un tableau à 6 cases, GEA informe le marché que son activité de l'exercice 2015-2016 est de 49,64 M EUR. Soit une hausse de +3,7%.

Si le management - actionnaire majoritaire n'est pas intéressé pour communiquer avec ses actionnaires minoritaires et qu'en plus, il souhaite dormir sur son matelas de cash tel Picsou, nous l'invitons à songer à retirer son entreprise de la cote parisienne !

Gevelot (France) Ticker : ALGEV.PA

On peut lire une nouvelle communication du Président sur le site de la société intitulé « LE MOT DU PRESIDENT » qui se veut relativement optimiste. Ceux qui connaissent la prudence dans les discours du management pourront peut être lire des éléments positifs dans ces quelques lignes :

« En 2016, le Secteur Extrusion a poursuivi en France le rétablissement de sa rentabilité opérationnelle après la résolution des principaux problèmes industriels. En Allemagne, les nouveaux marchés pris récemment devraient permettre, à moyen terme, d'améliorer la rentabilité et ainsi retrouver les performances antérieures. »

Le Secteur Pompes, dans un contexte de faible niveau des prix pétroliers devra

News de nos sociétés

s'adapter par des actions de compétitivité et l'optimisation de son organisation internationale.

Dans un environnement international, tant économique que géopolitique incertain, notre Groupe dispose des capacités d'adaptation nécessaires. ».

GigaMedia Ltd (Taiwan) Ticker : GIGM

Le bilan du second semestre clôturé au 30 novembre donne des signes encourageants, même si les profits ne sont toujours pas au rendez-vous. La valeur patrimoniale s'établit à 5.69\$ et en recul de -3% par rapport au premier trimestre. Les signes les plus encourageants se retrouvent au niveau du chiffre d'affaires qui progresse de 22%. Les profits bruts ont augmenté de 40% par rapport au moi de juin sur le même trimestre en 2015 (les profits bruts était alors négatifs). La société reste en perte au final à -0.20\$ par action, comparé à -0.19\$ en juin. La direction nous parle d'un développement d'un cloud spécifique aux jeux...

HMGCourtland Properties Inc (USA) Ticker : HMG

Les 9 premiers mois de l'année 2016 sont positifs pour notre « REIT » US. Même si sa valeur patrimoniale est en très léger recul à 20.77\$, contre 20.84\$ le trimestre précédent. Le chiffre d'affaires est en progression de 2.50% sur les 9 premiers mois, comparé à la même période en 2015. Nous notons avec un certain plaisir que l'ensemble des dépenses liées à l'activité sont en recul de -27%. Au final, la société a donc généré un profit de +0.18\$ par action au lieu d'une perte de -1.21\$ par action sur la même période en 2015.

Irce (Italie) Ticker : IRC.MI

Alors que les cours du cuivre reprennent de belles couleurs, notre société italienne de câble fortement consommatrice de cuivre et qui a des stocks importants de ce métal, ne semble pas en profiter encore... Les données financières du troisième trimestre 2016 ne font en tout cas pas écho à un gain sur les stocks, le rebond du cuivre ayant eu lieu après la clôture des comptes au 30 septembre 2016. Idem pour le cours de bourse qui ne progresse pas particulièrement. Peut être que le dernier trimestre de l'exercice permettra d'y voir plus clair.

La VANT se tasse de -1,3% à 4,70 EUR ce qui représente quand-même un potentiel supérieur à 160%. La solvabilité reste plus que correcte à 65,4%.

Jemtec (Canada) Ticker : JTC.V

Nous avons digéré les résultats annuels arrêtés au 31 juillet (exercice décalé), et nous ne sommes pas surpris. Malgré une activité qui a augmenté de +35% en 2 ans, les pertes continuent à s'enchaîner comme un métronome bien réglé et la trésorerie est doucement pompée par le management malgré les nouveaux contrats en cours.

La VANT est en baisse de -11,5% sur le dernier trimestre à ,41 CAD. Le potentiel se réduit donc à peau de chagrin à +41%.

News de nos sociétés

Kohl's Corporation (USA) Ticker : KSS

Le bilan du troisième trimestre (clôturé au 29 octobre) nous montre une activité en stagnation avec un chiffre d'affaires en recul de 2% sur le trimestre. Grâce à une petite réduction des frais fixes, la société dégage un profit net de 3% supérieur si l'on compare au même trimestre 2015. Sur les 9 mois d'activité 2016, le chiffre d'affaires est en recul de 3%. Les profits par action ressortent à 1.68\$, alors qu'en 2015 sur les 9 premier mois ils étaient de 1.93\$. Seul point réellement négatif que nous avons relevé: la solvabilité de la société qui passe sous la limite fixée par notre *process* de 40%. Nous avons donc pris date et mis la société « sous surveillance ». Par conséquent, si au 9 novembre 2017 la solvabilité sera toujours inférieure à 40%, nous vendrons la société sans état d'âme. Après ce bilan, nous avons estimé la juste valeur de la société à 111.42\$, qui est aussi notre cours cible pour vendre la société.

Luxempart (Luxembourg) Ticker : LUXEMP

La société s'est, fidèle à ses habitudes, montrée relativement active sur le marché du private equity : elle a acquis non seulement des parts dans Deutsche Fachpflege (achat mentionné dans la lettre du mois d'octobre) mais aussi dans Vivalto (active dans la détention et l'exploitation de maisons de retraite et résidences services en Belgique), Rimed (société suisse exploitant un réseau de centres de radiologie) et dans Inseec (groupe français spécialisé dans l'enseignement supérieur proposant des formations dans les domaines du commerce, du management et de l'ingénierie).

Melcor Developments Ltd (Canada) Ticker : MRD.TO

Notre promoteur immobilier canadien a certes publié un bénéfice en retrait sur le T3 2016 arrêté au 30 septembre, mais un bénéfice tout de même. Nous notons que la VANT est en retrait de -0,8% à 28,81%. Cette baisse s'explique essentiellement par la distribution trimestrielle d'un dividende de 0,12 CAD par action. Avec un potentiel encore supérieur à +100% et une solvabilité de 52,5%, Melcor Developments nous semble être un bon candidat pour profiter des rebonds de l'or noir. Son périmètre d'intervention étant géographiquement très lié à la bonne santé du secteur Oil & Gas.

Millenium & CopThorne Hotels Plc (UK) Ticker : MLC.L

Le rapport du troisième trimestre (clôturé le 30 septembre) est de bonne facture. Notre « faux » hôtelier anglais actif dans le monde entier a vu ses revenus progresser de 8% sur les 9 premier mois de l'année comparé au même mois de l'année en 2015. Et de 17% sur le seul troisième trimestre, comparé à un an plus tôt. Les coûts fixes progressent sur 9 mois de 7% et les revenus liés à l'investissement ont doublé. Au final, les profits net progressent de 7%. Sur le seul troisième trimestre, la progression des profits nets est de 34%. Après ces résultats, nous avons ajusté notre valeur estimée à 916.55 Gbx.

Natuzzi (Italie) Ticker : NTZ

Les résultats du 3e trimestre nous montrent, une fois de plus, que le redressement se poursuit chez notre fabricant italien de salons de luxe. Si le chiffre

News de nos sociétés

d'affaires poursuit sa baisse (- 11 % par rapport au même trimestre de l'année précédente), la marge brute prend de l'embonpoint, l'Ebitda reste positif et les pertes continuent de se réduire. Le retour à l'équilibre ne nous semble plus très loin. En attendant, la société poursuit son expansion aux USA essentiellement au travers de l'acquisition ou la création de magasins en direct. En attendant, la VANE qui, étant supérieure à la VANT, constitue notre objectif de cours, s'établit à 3,20 USD par action.

Richardson Electronics Ltd (USA) Ticker : RELL

Durant le mois de novembre, ils ont annoncé que le segment Richardson santé avait mis au point un nouveau système de diagnostic dans le domaine de la radiologie.

Rubicon Technology (USA) Ticker : RBCN

Ce dernier rapport de gestion (clôturé au 30 septembre 2016) est plutôt étrange sur le fait qu'il est assez difficile d'y voir clair pour l'avenir. D'un côté, nous avons les chiffres décevants du troisième trimestre qui, sur les 9 premiers mois de l'année, nous montrent un chiffre d'affaires en recul de 30%, avec un coût des produits en très légère augmentation... qui se soldent par une perte brute ayant augmenté de 30%. La perte finale de -1.53\$ par action après 9 mois, comparée à une perte 2.49\$, est juste générée par une réduction des dépréciations sur les actifs à long terme. Jusque là, tout est clair sur le fait que nous n'avons pas détecté le moindre petit « mieux »... La valeur patrimoniale est en recul à 2.76\$ au lieu de 3.62\$.

Ce qui est étrange, c'est le discours du CEO (Bill Weissman) qui nous dit que sur ces 3 mois (et donc sur le seul trimestre) le chiffre d'affaires a augmenté de 32%. Et nous explique ensuite que les marges sont toujours sous pression dans le secteur du mobile et du LED, mais qu'il reste de bonnes marges dans le secteur industriel et optique qui sont cette fois visés par les changements stratégiques de la société. Il évoque aussi l'usine de Malaisie avec les frais que cela occasionnera. Il poursuit en nous expliquant que dès que ces stratégies de réorientation seront mises en place, le chiffre d'affaires pourrait encore reculer un certain temps (normal s'ils abandonnent le LED et le secteur mobile) mais qu'ensuite cela pourrait repartir à la hausse si émergent de nouvelles applications (musique déjà entendue).

Difficile de juger le business du saphir pour des investisseurs en Daubasses dans notre genre. Nous nous concentrerons donc sur la cohérence des propos du CEO et dans le temps...

Commençons par les 32% d'augmentation du chiffre d'affaires dont se réjouit le CEO. En seconde ligne du compte de résultats, nous constatons que le coup des produits a augmenté de 100% sur ces 3 mois et que la perte brute a triplé, en ligne 3. De notre point de vue, cela s'appelle focaliser de manière absurde sur le seul point positif du compte de résultat.

Voyons maintenant pour les déclarations dans le temps...

Si vous consultez nos anciennes news, vous pourrez lire en mars 2015 que les espoirs de sortir du borbier sont mis sur le LED... Et en novembre 2015, que les espoirs vont cette fois sur le secteur du mobile (pour les espoirs, il ne reste que

News de nos sociétés

deux segments)... En mars 2016, des nouveaux produits devraient être lancés (nous n'avons toujours rien vu) et en septembre 2016, Bill qui nous parlait déjà à demi-mot de cette réorientation d'aujourd'hui !

Nous pouvons imaginer sans problème la difficulté du marché et la mise au point de nouveaux produits intéressants. Mais pourquoi ne pas être cohérent et expliquer les choses en toute transparence ?

La seule bonne nouvelle du moment a pour sujet le *delisting* : la direction nous explique dans le rapport de ce troisième trimestre, qu'ils feront tout d'ici le 17 avril 2017, date butoir, pour coter au-dessus de 1\$, y compris en passant par un reverse split si nécessaire !

Signaux Girod (France) Ticker : GIRO.PA

Avec la publication du chiffre d'affaires de l'exercice 2015-2016 arrêté au 30 septembre 2016, la tendance se confirme avec un léger tassement de l'activité de -0,8% à 105,5 M EUR. Le management indique par ailleurs que « *le chiffre d'affaires consolidé confirme nos perspectives d'amélioration du résultat au second semestre.* » Plutôt de bon augure pour la suite.

Sofragi (France) Ticker : SOFR.PA

- Au 30 septembre 2016, la société offrait une répartition d'actif suivante :

61.45% d'actions

25.53% d'obligations

12.49% de liquidités ou placements court terme

0.53% dépôts de garantie

- Au 31 octobre, la société offrait une répartition d'actif suivante :

62.67 % d'actions

27.64 % d'obligations

9.21 % de liquidités ou placements court terme

0.48% dépôts de garantie

Nous observons que la poche actions poursuit sa lente progression, en augmentant de 1%. La direction nous apprend qu'il ont vendu leurs obligations Eurofins pour pouvoir faire des emplettes dans le secteur financier et de la grande distribution, avec l'acquisition des obligations ABN Amro, Zurich Financial et Rallye... Ce sont donc les liquidités qui reculent de plus de 3%.

Sprott Resource (Canada) Ticker : SCP.TO

Le « canard boiteux » que nous espérions voir porter la rentabilité du portefeuille en cas de sursaut des prix des matières premières énergétiques est, peut-être, en train de tourner une page calamiteuse de son histoire.

Tout d'abord, à l'occasion de la publication des résultats trimestriels, nous apprenons que la société a, non seulement, comme c'était annoncé, vendu la quasi totalité de sa position dans Indépendance Contract Drilling mais aussi dans les sociétés non cotées de perception de royalties sur la production de certains puits pétroliers. Résultat des courses : non seulement la dette bancaire a été intégralement remboursée mais, après avoir renforcé deux de ses positions dans In Play et dans Corsa Coal, la société dispose d'un joli petit matelas de cash. Toutes ces aventures, si elles nous laissent un goût amer en bouche (car

News de nos sociétés

elles se soldent par des moins-value conséquentes), permettent malgré tout à Sprott Resources de retrouver un bilan sain et de prendre un nouveau départ ... Nouveau départ que nous apprenons dans la foulée : Sprott Resources a lancé une opération de fusion avec la société Adriana Resources, une société qui détient 40 % d'un projet de minerai de fer au Québec. En pratique, si la fusion est approuvée par les autorités, les actionnaires de Sprott recevront des actions Adriana à raison de 3 Adriana par Sprott détenue. Les actionnaires d'Adriana recevront, quant à eux, des warrants leur permettant d'acquérir des actions de la nouvelle entité à un prix de 0,333 CAD à une échéance de 5 ans.

Du sang neuf au conseil d'administration, des liquidités en abondance, une diversification vers d'autres matières premières que les énergies et l'agriculture : oui, il semble bien qu'une nouvelle page est en train de s'ouvrir. Espérons qu'elle sera plus gratifiante que la précédente ...

Nous vous tiendrons évidemment informés de l'impact de cette opération sur la juste valeur de Sprott ... juste valeur qu'il va être de plus en plus difficile de calculer vu l'ampleur que prennent les participations non cotées dans son portefeuille.

SunLink Health System (USA) Ticker : SSY

Si les nouvelles continuent d'être plutôt bonnes avec le rapport du premier trimestre 2016 de la société clôturé au 30 septembre, la visibilité à court et moyen terme est de plus en plus médiocre... Commençons d'abord par ce qui était attendu après la vente du Chestatee Hospital, avec un profit annoncé de 50% et donc de +/- 0.74\$. Nous n'avions pas tenu compte des taxes dans notre projection du mois précédent où nous pronostiquions une VANT de 2.47\$. La société a donc encaissé un profit net de taxes sur cette transaction de 0.45\$ par action. La VANT a donc bien augmenté, et est aujourd'hui à 2.06\$.

La valeur Net Estate de 2.33 \$ ne tient pas compte de cette vente du Chestatee Hospital et devant l'absence de détails dans le bilan, nous avons donc repris comme prix cible et juste valeur la VANT de 2.06\$, en attendant de disposer des informations chiffrées nous permettant de calculer la VANE.

Comme annoncé par la direction, une partie de l'endettement ayant été remboursé avec cette vente, la solvabilité est donc passée de 46.87% à 80.97%. Les liquidités pèsent aujourd'hui 1.36\$! Ce qui est plutôt problématique, c'est le compte de résultats qui aurait dû s'améliorer puisque le Chestatee Hospital était en grande partie responsable des pertes de la société. Or nous observons que hors éléments exceptionnels (la vente du Chestatee Hospital) la société génère une perte de 0.13\$, alors qu'un an plus tôt la perte était de -0.12\$.

Donc d'un côté une belle réalisation des actifs immobiliers, mais d'un autre l'hémorragie des pertes se poursuit.

Seconde nouvelle: le 8 novembre, la société annonce qu'elle a de nouveau vendu des terrains ainsi que trois bâtiments abritant des bureaux médicaux à Ellijay pour la somme de 4.9 millions de \$, avec un profit de 2.3 millions de \$. La société prévoit de comptabiliser, après remboursement des dettes, un produit net de 2.6 millions de dollars. Ce serait donc 0.28\$ de valeur d'actif net tangible en plus. Nous attendons le prochain rapport pour obtenir le calcul exact.

News de nos sociétés

On voit donc avec ces ventes que la société détenait bien de la valeur cachée dans ses bâtiments, c'est simplement un fait. Les deux interrogations sur le futur sont : quand est-ce que la société va à minima stopper ses pertes liée à ses activités et que va faire la direction avec les liquidités dégagées par ces ventes ? A très court terme, la société est désormais très solide, peu endettée et disposant de liquidités. Mais rien n'est vraiment esquissé à moyen et court terme. La visibilité est donc nulle. La suite au prochain rapport de gestion.

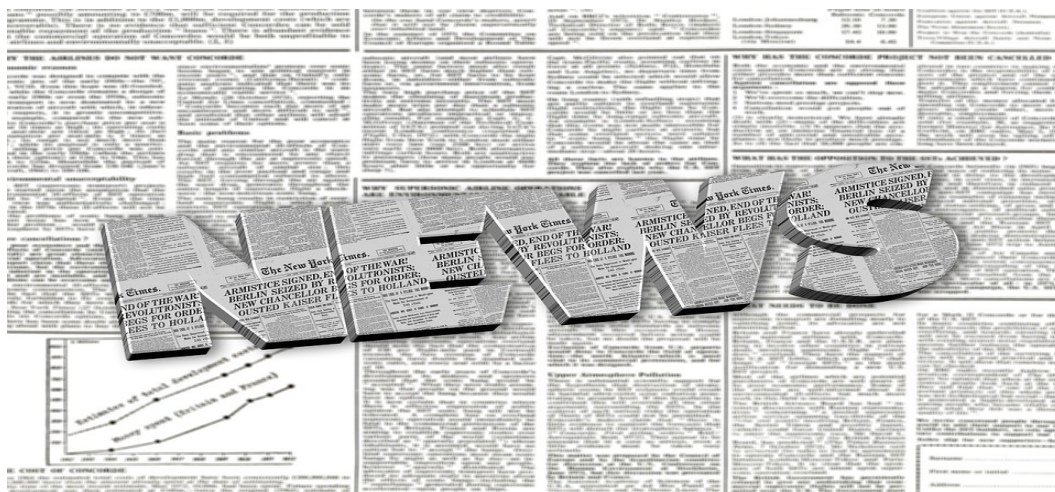
Thalassa Holding (Iles Vierges Britanniques) Ticker : THAL.L

Ca y est ! Le dirigeant de Thalassa commence à faire parler la poudre au sein du board dans l'une de ses participations. Alors que la société a acquis des titres sur le marché de la société britannique The Local Shopping REIT (cotée à Londres), et dont elle détient 23,48%, elle a demandé de virer les 2 seuls membres du board afin de restructurer la société qui est gérée médiocrement depuis bien des années. Ainsi, Thalassa a demandé l'organisation d'une assemblée spéciale pour en débattre. Le but étant de nommer des administrateurs de Thalassa et de liquider les actifs de la société foncière dans les meilleures conditions. Une bataille épique en perspective...

Au niveau des bonnes nouvelles, la filiale WGP Group a publié un « Business Update » dans lequel le management stipule que les résultats pour l'ensemble de l'exercice 2016 devraient être supérieurs aux prévisions, passant d'une activité de 10,5 M USD à 13,9 M USD et d'un bénéfice avant impôts qui passerait de 1,1 M USD à 1,6 M USD. Une performance à souligner vu les conditions du secteur.

Zamano Plc (Irlande) Ticker : ZMNO.L

Un communiqué nous apprend que 7 engagés (sur les 18 engagés que compte la société) ont été licenciés et 2 administrateurs ont démissionné. Conjointement à cette mesure, tous les projets de fusions ou d'acquisitions ont été gelés. La direction déclare donc vouloir se concentrer sur ses flux de trésorerie, lui permettant de saisir la moindre opportunité afin de relancer la machine pour créer de la valeur pour l'actionnaire.



Analyses de société

CARBO Ceramics Inc.

(New York Stock Exchange, Ticker : CRR / ISIN : US1407811058)

I. Introduction



CARBO Ceramics est un acteur américain de dimension mondiale fondé en 1987 dans le Delaware qui produit principalement des outils en céramique appelés « proppants ». D'après *L'Usine Nouvelle*,

voici la définition : « *Des billes de soutènement sphériques en céramique, pas plus grosses qu'un grain de sable, et qui, insérées dans les failles souterraines des puits de gaz et de pétrole, augmentent le taux de récupération des hydrocarbures.* »

Bref, ce sont des matériaux très utilisés dans l'industrie pétrolière. Et ce serait peu de dire que CARBO Ceramics souffre dans le contexte actuel. La société est par définition très cyclique et hyper dépendante du secteur Oil & Gas. Elle emploie près de 700 personnes. Son siège social est localisé dans la capitale américaine du pétrole : Houston.

Suite à des pertes abyssales depuis plus d'un an, et qui semblent s'amplifier en 2016, le cours de bourse a été plus que divisé par 2 depuis le 1er janvier 2016. Depuis son plus haut en 2014 à 150 USD, la valeur du titre a été divisé par plus de 20 !

Nous travaillons avec le rapport trimestriel (T3) arrêté au 30 septembre 2016. Le cours de référence est le cours de clôture du mercredi 16 novembre, soit 7,35 USD.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 9,50 USD par action et l'ensemble des dettes représente 4,96 USD par action. La VANN s'établit donc à 4,54 USD par action.

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

La société détient des immeubles et des terrains qu'elle a acquis pour un coût historique équivalent à 5,36 USD par action. En retranchant notre marge de 20% sur ce montant et en l'ajoutant à la VANN, nous obtenons une VANE égale à 8,83 USD.

Analyses de 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 détaillons dans le tableau ci-dessous les différents postes du bilan et les marges de sécurité retenues (données en USD) :

| Postes du bilan | Valeur par action | Marge de sécurité | Valeur nette par action |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|
| Actifs courants | | | |
| Liquidité | 4,36 | 0% | 4,36 |
| Créances | 0,79 | 20% | 0,63 |
| Stocks | 4,19 | 30% | 2,94 |
| Paiements en avance | 0,16 | 0% | 0,16 |
| Actifs non courants | | | |
| Immobilier | 5,36 | 20% | 4,29 |
| Outils industriels | 26,07 | 90% | 2,61 |
| Droits miniers | 0,80 | 80% | 0,16 |
| Constructions en cours | 3,79 | 60% | 1,52 |
| Total Actif (A) | | | 16,66 |
| Hors bilan | | | |
| Leases | -6,22 | 50% | -3,11 |
| Stock Option | 0,00 | 0% | 0,00 |
| Litiges | 0,00 | 0% | 0,00 |
| Total passif | | | -4,96 |
| Total Passif + Hors bilan (B) | | | -8,07 |
| | | | |
| VLMV (A) + (B) | | | 8,59 |

Ce qui nous donne donc une VMLV de 8,59 USD par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Quand tout le monde forait, tout le monde faisait appel à la société, et elle a alors engrangé des bénéfices très élevés. CARBO Ceramics a ainsi généré en moyenne un résultat opérationnel de 82,14 M USD sur les 5 derniers exercices, et ceci, malgré la prise en compte de la perte de -163,23 M USD en 2015.

Analyses de société

En retranchant un impôt forfaitaire de 35% sur ce montant et en l'actualisant à 20%, nous obtenons une valeur de 10,78 USD par action.

En ajoutant la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de **12,78 USD** par action.

VI. Conclusions

Au cours de 7,35 USD, nous pouvons obtenir une marge de sécurité de :

- 17% sur la VANE de 8,83 USD
- 14% sur la VMLV de 8,59 USD
- 43% sur la VMLV de 12,78 USD

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 24,95 USD) est de : **+239%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **98%**.

Ratio technologique = **22%** (il représente la sommes des 5 dernières années de dépenses en Recherche & Développement divisé par la capitalisation boursière de la société).

La société a en effet dépensé 26,3 M USD en R&D depuis 2011.

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

Cours du pétrole bas et sous-investissements dans la filière *Oil & Gas* ont eu raison du niveau d'activité et des marges de CARBO Ceramics. Pire que tout, la société génère depuis plusieurs trimestres une marge brute négative. Ce qui signifie que ses coûts de production sont plus élevés que ses ventes !

Les investisseurs ont fui la valeur comme la peste. La destruction de valeur commence en effet à faire son œuvre.

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

Même si la société a une bonne assise financière, avec sa trésorerie brute de 108 M USD au 30 septembre 2016 et une solvabilité de 98%, nul doute que sans un rebond fort et durable des cours de l'or noir couplé à un réinvestissement massif de ses clients, CARBO Ceramics a moins de 2 ans de visibilité.

L'entreprise a des finances saines qui peuvent encore lui permettre de tenir quelques trimestres. Ensuite, cela deviendra de plus en plus délicat.

Analyses de société

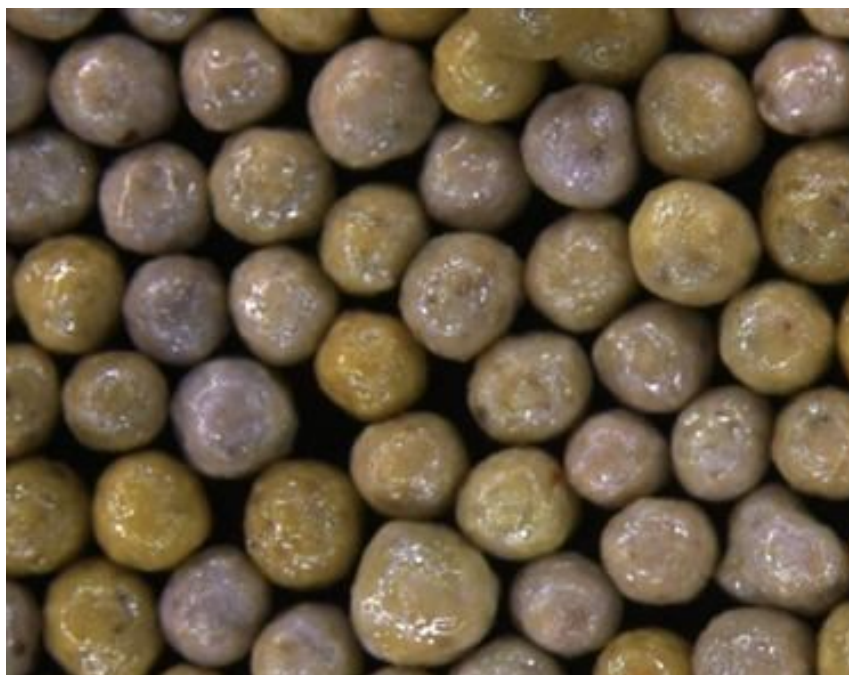
3° Quel pourrait-être le ou les catalyseurs pour faire sortir cette société de l'ornière ?

Ce que nous aimons avec CARBO Ceramics, c'est que le problème s'identifie relativement simplement. La société se fait massacrer en bourse car elle subit des pertes importantes, du fait d'un bas de cycle qui dure sur son secteur. Nous aimons particulièrement ce genre de valeur, où le loup n'est pas très bien caché. Cette action a donc d'excellentes raisons de se retrouver à la cave. Seule une amélioration sensible sur les cours de l'or noir et d'un besoin d'investissements des foreurs et autres pétroliers attirés par l'appât du gain permettra à la société de se redresser. Et le cours pourrait suivre avec des sauts boursiers de grandes ampleurs (direction VCB au minimum dans ce cas de scénario).

Heureusement, ou malheureusement, notre *process* lié aux matières premières nous interdit de renforcer sur le secteur pétrolier (c.-à-d. sur les sociétés directement ou indirectement exposées aux fluctuations des cours du pétrole) car nous sommes déjà au taquet. Il faudrait que le baril (WTI) approche les 40 USD pour que nous tirions éventuellement une cartouche supplémentaire. Ou bien que nous vendions une de nos positions exposée au secteur.

Par ailleurs, la décote actuelle sur CARBO Ceramics est encore un peu trop faible à notre goût. Il nous faudrait, pour appuyer sur la gâchette, que la décote sur la VANE soit au moins de 30%. Or, elle plafonne pour le moment à 27%.

Aussi, à l'image des pétroliers texans, nous gardons notre fusil sur les genoux, chargé à bloc, prêt à lâcher une salve de cartouches le moment venu.



Analyses de société

Communications Systems, Inc.

(Nasdaq, Ticker : JCS / ISIN : US2039001050)

I. Introduction



CSI

Communications Systems Inc. est une société américaine fondée en 1969 dans le Minnesota qui fournit à la fois des équipements de communication comme des switches et autres systèmes de connections, ainsi que des services associés pour optimiser l'utilisation des réseaux.

La société emploie près de 700 personnes aux USA, au Costa Rica, au Royaume-Uni et vend à travers le monde.

Le cours de Communications Systems a presque été divisé par 2 depuis le début de l'année ce qui a pour conséquence que le titre est rentré dans nos radars.

Nous travaillons avec le rapport trimestriel (T3) arrêté au 30 septembre 2016.

Le cours de référence est le cours de clôture du lundi 14 novembre, soit 4,23 USD.

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

La société possède un actif courant d'une valeur de 6,47 USD par action et l'ensemble des dettes représente 1,44 USD par action. La VANN s'établit donc à 5,03 USD par action.

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

La société détient des immeubles et des terrains qu'elle a acquis pour un coût historique équivalent à 1,41 USD par action. En retranchant notre marge de 20% sur ce montant et en l'ajoutant à la VANN, nous obtenons une VANE égale à 6,17 USD.

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 détaillons dans le tableau en haut de la page suivante les différents postes du bilan et les marges de sécurité retenues (données en USD).

Analyses de société

| Postes du bilan | Valeur par action | Marge de sécurité | Valeur nette par action |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------------|
| Actifs courants | | | |
| Liquidité | 1,36 | 0% | 1,36 |
| Créances | 1,85 | 20% | 1,48 |
| Stocks | 2,78 | 30% | 1,94 |
| Paievements en avance | 0,35 | 0% | 0,35 |
| Actifs non courants | | | |
| Immobilier | 1,41 | 20% | 1,13 |
| Investissements | 0,08 | 0% | 0,08 |
| Total Actif (A) | | | 6,35 |
| Hors bilan | | | |
| Leases | -0,47 | 50% | -0,24 |
| Stock Option | 0,00 | 0% | 0,00 |
| Litiges | 0,00 | 0% | 0,00 |
| Total passif | | | -1,44 |
| Total Passif + Hors bilan (B) | | | -1,67 |
| | | | |
| VLMV (A) + (B) | | | 4,68 |

Ce qui nous donne donc une VMLV de 4,68 USD par action.

V. La Valeur de la Capacité Bénéficiaire (VCB)

Sur les 5 derniers exercices, malgré la forte perte opérationnelle de 2015 (-10,51 M USD), la société a généré en moyenne un résultat opérationnel de 2,97 M USD. En retranchant un impôt forfaitaire de 35% sur ce montant et en l'actualisant à 20%, nous obtenons une valeur de 1,09 USD par action.

En ajoutant la trésorerie nette, nous obtenons une VCB de 2,53 USD. Nous n'avons donc aucune décote sur cette valeur.

Analyses de société

VI. Conclusions

Au cours de 4,23 USD, nous pouvons obtenir une marge de sécurité de :

16% sur la VANN de 5,03 USD

31% sur la VANE de 6,17 USD

15% sur la VMLV de 4,91 USD

Le potentiel sur la Valeur d'Actif Net Tangible (VANT = 7,04 EUR) est de : **+66%**.

Notre calcul de solvabilité maison ressort à : **99%**.

Ratio technologique = **62%** (il représente la sommes des 5 dernières années de dépenses en Recherche & Développement divisé par la capitalisation boursière de la société).

La société a en effet dépensé 18,9 M USD en R&D depuis 2011.

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

Le modèle d'affaire semble être à reconfigurer pour contrecarrer les baisses d'activités, -9,6% en 2016 avec à la clef une grosse perte de -9,7 M USD. Car, en parallèle, il a fallu tout de même maintenir des efforts importants en investissement et en R&D.

Par ailleurs, le dividende trimestriel a été divisé par 4 passant de 0,16 USD à 0,04 USD pour refléter la dégradation de la rentabilité en 2015 et sur l'exercice 2016 en cours.

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

La société a une bonne assise financière avec sa trésorerie et ses placements financiers d'une somme totale supérieure à 12,5 M USD, mais elle ne pourra tenir très longtemps au rythme de 2015 et des 9 premiers mois de 2016 (6,3 M USD de pertes actuellement sur 2016).

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

Comme elle a pu le faire par le passé, un retour à la profitabilité pourrait re-booster rapidement et fortement le cours de Communications Systems.

Le pari ne semble pas impossible. La société est en effet très innovante. Elle a par exemple déposé 25 brevets entre 2012 et 2016 et ce ne sont pas moins de 15 nouveaux produits qui ont été lancés en 2016. Pour preuve, sur le seul exer-

Analyses de société

cice 2015, 8,3 M USD ont été consacrés à la recherche et au développement de nouveaux produits et services, soit plus de 22% de la valorisation boursière actuelle.

La société a également l'objectif ambitieux de renouer à horizon 2 ans avec une croissance de 10% par an et des marges opérationnelles supérieures à 10%. De bien beaux objectifs...

Nous accompagnerions volontiers le management dans ses projets de jours meilleurs... quand le cours nous permettra de nous engager avec une meilleure marge de sécurité. Elle nous semble aujourd'hui un peu trop faible face aux incertitudes pour franchir le pas.



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