

Canterbury Park Holding Corporation

(NASDAQ, Ticker : CPHC / Isin : US13811E1010)

Présentation

Canterbury Park Holding Corporation, version moderne du tripot romain, propose à la populasse toute sorte de divertissement : courses de chiens, de chevaux, de chameaux, de zèbres (!), d'autruches (!!), courses mécaniques en tout genre (autos et motoneige en hiver), paris divers, table de jeux et diverses machines à sous, soirée à thème (type dégustation de vin) avec tout le service de boisson et repas en tout genre possible sur leur site de Minneapolis dans le Minnesota.

Comme vous le verrez ci-dessous, pour continuer à attirer des clients, la société américaine investit énormément ces dernières années pour contrer une concurrence qui s'est implantée à proximité.

Malgré de nombreux défis, nous apprécions particulièrement que la société est en position de trésorerie nette positive (trésorerie > dette financière), qu'elle possède son propre terrain de course (toujours spectaculaire !) et qu'elle commence à vendre son foncier pour faire de la promotion immobilière, gérée en direct.

Le dernier rapport de référence utilisé pour nos calculs est le rapport trimestriel (T1) clôturé au 31 mars 2017.

LES DAUBASSES

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

1. Evolution du nombre d'actions (en millions)

2016	4,311
2015	4,241
2014	4,195
2013	4,189
2012	4,165
2011	4,133
2010	4,038
2009	3,984

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.

En 8 ans, le nombre d'actions est en augmentation de +4,2% (+327 000 actions), du seul fait des octrois d'actions et d'option. Pas critique vu la hausse modérée, mais un point à suivre tout de même.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

2016	47,4%
2015	44,7%
2014	44,5%
2013	46,2%
2012	45,6%
2011	45,7%
2010	47,6%
2009	46,6%

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.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

Les frais généraux sont étonnement constants au fil du temps. Aucun dérapage, mais également aucune réduction des frais.

3. Rotation des stocks

2016	2,00
2015	1,94
2014	1,90
2013	1,98
2012	1,78
2011	1,69
2010	1,56
2009	1,66

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.

Les stocks au bilan représentent moins de 0,3 M USD. Ils sont peu pertinents dans ce type d'activités, ils sont constitués essentiellement de boisson et de nourriture.

4. Création de valeur sur 8 années : +39,8%, ou +4,9 % 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 savoir quelle a été la vraie valeur « comptable » générée au profit des actionnaires.

Difficile de dire que la société de divertissement soit le champion de la création de valeur... Attention tout de fois, car étant propriétaire d'immobilier (acquis historiquement pour 41,8 M USD), la société amortit tous les ans ces actifs. Ce qui est comptablement correct, mais économiquement, cela est plus discutable. Est-ce que ces actifs perdent bel et bien de la valeur au fil des ans ?

Conclusions : La gestion n'est pas irréprochable, surtout sur les dilutions, petite mais récurrentes au fil des ans, et des frais de gestion qui ne sont pas réduits. La création de

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

valeur ne semble d'ailleurs pas exceptionnelle... Voyons maintenant si la structure financière rattrape ce premier bilan mitigé.

II. **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 : 1,38

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 couvrent largement les passifs courants. Ce niveau est bon. Il permet de penser que la société n'aura aucun stress vis-à-vis des parties prenantes à court terme.

2. Trésorerie nette par action : 1,82 USD

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 ou à court terme.

La trésorerie nette représente 18% de la valorisation boursière actuelle de la société lors de notre achat. Un élément relativement positif.

3. Rapport free cash-flow moyen / dette long terme : 5,76

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.

Ne nous méprenons pas. Par « dette long terme », il faut comprendre « ensemble du passif > 1 an ». Et il faudrait environ 6 ans à la société si elle voulait payer tout les tiers qui financent : leasings financiers et taxes et autres impôts liés à son activité. Ce délai est relativement élevé et s'explique plus par le fait d'un free cash-flow qui est sous pression ces dernières années avec des investissements massifs : 18,7 M USD sur les 4 dernières années. Ce qui a absorbé quasiment tous les flux de trésorerie générés par l'activité.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

4. Ratio de solvabilité : 91%

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

L'entreprise a une excellente solvabilité grâce à sa trésorerie nette et un bilan peu *leveragé*.

Conclusions : La société a un bilan solide, sans être ne béton armé. L'investisseur qui s'intéresse à la société devra suivre le niveau des investissements qui pourraient fragiliser à terme la structure financière.

III. **Croissance** (nous examinons ici la croissance passée de la société)

1. Bénéfice par action (pour rappel en USD)

2016	0,97
2015	0,64
2014	0,57
2013	0,24
2012	0,24
2011	0,10
2010	-0,25
2009	0,02

Le bénéfice par action explose littéralement sur 2016. Principalement du fait d'éléments non récurrents qui ne sont pas lié à l'activité de la société : +3,8 M USD de gain sur ventes de terrain et +1,5 M USD de gain d'assurance. Soit un total de +5,3 M USD d'exceptionnel.

2. Chiffre d'affaires par action (pour rappel en USD)

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

2016	12,17
2015	12,32
2014	11,55
2013	11,16
2012	10,91
2011	9,82
2010	9,89
2009	9,94

Malgré les dilutions à répétition, l'activité (calculé par action) est croissance constante sur les dernières années. En 8 ans, l'augmentation est de +22,4%. Nous ne retiendrons pas une croissance folle, mais plutôt la force de sa croissance faible mais régulière d'environ +3% par an.

3. Free cash-flow par action

2016	0,70
2015	0,23
2014	-0,20
2013	-0,22
2012	0,45
2011	0,44
2010	-0,44
2009	0,32

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.

Comme nous l'avons déjà évoqué plus haut, le FCF souffre d'investissements récents massifs. Il faut espérer que ces dépenses importantes de capitaux réduiront à court terme et permettront aux bénéfices de croître.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

4. Dividende par action

2016	0,35
2015	0,25
2014	0,00
2013	0,00
2012	0,50
2011	0,00
2010	0,00
2009	0,00

Quasiment nul historiquement, il semble qu'une volonté de retourner ses excédents de trésorerie vers les actionnaires émerge. Actuellement, la société distribue un dividende de 0,05 USD par action par trimestre.

5. Marge d'exploitation

2016	13,6%
2015	8,8%
2014	8,5%
2013	3,7%
2012	4,3%
2011	2,6%
2010	-3,2%
2009	0,6%

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.

Les marges sont en croissance. Attention, l'exercice 2016 est faussé par des indemnités d'assurance et la vente de terrains.

Conclusions : Le business semble sur une petite pente de croissance constante. Reste à voir si cela se traduit dans le bas du compte de résultats : en bénéfices.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

IV. **Rentabilité** (nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager des bénéfices)

1. ROE

2016	11,5%
2015	8,2%
2014	7,8%
2013	3,6%
2012	3,8%
2011	1,4%
2010	-3,7%
2009	0,2%

Le Return On Equity compare le bénéfice net aux 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.

Si on exclut l'exercice 2016 qui est artificiellement élevé, le ROE est en croissance mais inférieur à 10%. Il est donc correct. Sans plus.

2. Rapport free cash flow/dividende

RAS

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société, par rapport à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

Ce ratio est peu pertinent du fait de dividendes distribués de façon sporadique ces dernières années.

Conclusions : La rentabilité comptable ne nous fait pas sauter au plafond. Surtout que la croissance semble là. Mais la société n'en profite pas. A cela deux raisons. Tout d'abord des investissements massifs pour renouveler l'attraction du site (qui impacte le FCF) et un amortissement massif des biens immobiliers qui impacte le bénéfice comptable.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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

LES DAUBASSES

V. **Valorisation** (nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. **PER 2016 : 10,7x** (PER moyen des 8 dernières années : 31,4x)
2. **Rendement** dividende : 3,37%
3. **Price to book 2016 : 1,23** (*price to book* moyen des 8 dernières années : 1,40)
4. **Price Net cash ratio : 5,7x** (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus).
5. **Objectif de cours** (Calcul est purement quantitatif. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) :

Notre juste prix pour **Canterbury Park Holding Corporation** s'établit à **15,31 USD**. Soit un potentiel de +47,2%

VI. **Conclusions**

Vous aurez compris, cher(e) abonné(e), que nous ne sommes pas des fans absolus de Canterbury Park au cours actuel de 10,40 USD.

Même s'il existe la carotte potentielle liée à l'activité de promotion immobilière, qui peut réellement booster la rentabilité, nous sommes méfiants quant aux investissements massifs qui ne permettent pas (encore ?) d'accroître la rentabilité. Sans doute un effet de la concurrence accrue.

A 10,40 USD, la société est valorisée 45,7 M USD en bourse. Ce n'est pas très cher pour un business rentable et qui permet d'obtenir de l'immobilier (terrains + bâtiments) acquis historiquement pour 41,8 M USD en plus d'une trésorerie nette de 7,9 M USD.

Le potentiel est encore trop faible. Nous regarderons à nouveau la société, si les bénéfices sont au rendez-vous et que le marché nous fait une offre plus alléchante. Sous les 9 USD par action par exemple. L'idéal étant, qu'en plus de ces deux éléments, que la concurrence se réduise ou soit moins agressive.

A Canterbury Park Holding Corporation de jouer sur l'originalité de son offre qui allie à ce que tous les autres établissements de jeux possèdent un magnifique terrain de course.

Retrouvez nous sur : www.daubasses.com et sur notre blog : <http://blog.daubasses.com>

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